

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA EKONOMICKÁ
FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Stanovení hodnoty podniku vybranými metodami

Valuation of the Company by Selected Methods

Student:

Bc. Markéta Vojtková

Vedoucí diplomové práce:

prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2017

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Markéta Vojtková**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **6202T010 Finance**
Téma: **Stanovení hodnoty podniku vybranými metodami**
Valuation of the Company by Selected Methods
Jazyk vypracování: **čeština**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování podniku
 3. Strategická a finanční analýza podniku v průmyslovém odvětví
 4. Aplikace a komparace vybraných metod ocenění podniku
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy


Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. *Applied Corporate Finance*. 3rd ed. Hoboken: Wiley, 2011. 738 s. ISBN 978-0-470-38464-0.
DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN: 978-80-86929-68-2.
MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

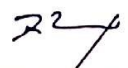
Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 18.11.2016
Datum odevzdání: 21.04.2017


Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry




prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal
děkan fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou práci vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne20. 4. 2017.....

..........

Bc. Markéta Vojtková

Obsah

1	Úvod.....	5
2	Teoretická východiska oceňování podniku	7
2.1	Vymezení pojmu podnik.....	7
2.2	Hodnota podniku.....	7
2.2.1	Kategorizace hodnoty	8
2.3	Důvody pro ocenění podniku.....	10
2.4	Postup při oceňování podniku.....	11
2.5	Metody oceňování podniku.....	14
2.5.1	Výnosové metody	15
2.6	Analýza citlivosti	23
2.7	Stanovení nákladů kapitálu	23
2.7.1	Náklady na celkový kapitál	24
2.7.2	Náklady na cizí kapitál	24
2.7.3	Náklady na vlastní kapitál	24
2.8	Strategická analýza	28
2.9	Finanční analýza	29
2.9.1	Zdroje informací pro finanční analýzu.....	30
2.9.2	Metody finanční analýzy	31
2.9.3	Poměrové ukazatele.....	32
2.9.4	Finanční plán	38
3	Strategická a finanční analýza podniku v průmyslovém odvětví.....	41
3.1	Základní údaje o společnosti.....	41
3.2	Strategická analýza	43
3.2.1	Analýza vnějšího potenciálu.....	43
3.2.2	Analýza vnitřního potenciálu	50

3.2.3	Prognóza tržeb	52
3.3	Finanční analýza	52
3.3.1	Horizontální a vertikální analýza rozvahy.....	53
3.3.2	Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztrát.....	59
3.3.3	Analýza poměrových ukazatelů	61
3.4	SWOT analýza	68
3.5	Rozdělení provozně potřebného a nepotřebného majetku	69
3.6	Finanční plán.....	70
3.6.1	Plán generátorů hodnoty	70
3.6.2	Plán výkazu zisku a ztrát	74
3.6.3	Plán výkazu cash – flow	75
3.6.4	Plán rozvahy	77
4	Aplikace a komparace vybraných metod ocenění podniku.....	79
4.1	Náklady na kapitál	79
4.2	Výpočet NOA a určení NOPAT	82
4.3	Ocenění metodou DCF – entity	83
4.3.1	Analýza citlivosti hodnoty podniku dle DCF – Entity	85
4.4	Ocenění metodou EVA – Entity	87
4.4.1	Analýza citlivosti hodnoty podniku dle EVA – Entity.....	88
4.5	Účetní hodnota podniku	91
4.6	Komparace a zhodnocení výsledků	92
5	Závěr.....	93
	Seznam použité literatury.....	95
	Seznam zkratk	97
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	
	Přílohy	

1 Úvod

Oceňování podniku je v současnosti řazeno k nejdůležitějším oblastem finančního řízení firem. Při oceňování jsou využity komplexní znalosti jak teoretické, nutné pro samotné ocenění, tak i praktické se zaměřením na daný podnik a prostředí, ve kterém se nachází. Znalost podniku je potřeba především při sestavování budoucích predikcí pro následující období. Mimo tyto znalosti je nutno správně vybrat metodu, pomocí které bude podnik oceňován. Při výběru je potřeba zohlednit důvod, pro který je podnik oceňován. V této práci je podnik oceňován za účelem možného prodeje v budoucnu. Pro účely ocenění jsou využity dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků *DCF – Entity* a dvoufázová metoda ekonomické přidané hodnoty *EVA – Entity*.

Cílem této práce stanovení hodnoty podniku Technomont Frýdek – Místek, s.r.o. k 1. 1. 2016 pomocí výše zmíněných metod.

Práce je rozdělena do dvou částí teoretické a praktické. Celá práce je pak rozdělena do 3 kapitol mimo úvod a závěr.

V úvodu je vymezen cíl diplomové práce a důvod ocenění podniku.

V druhé kapitole této práce je postupně popsána teorie oceňování podniku. V první části kapitoly je pozornost věnována především definici podniku, dále jsou uvedeny možné důvody pro ocenění podniku a rozlišení jednotlivých hodnot podniku. Další část kapitoly je věnována popisu postupu ocenění, včetně strategické a finanční analýzy. Dále je pozornost věnována jednotlivým druhům nákladů kapitálu a možným přístupům jejich stanovení a citlivostní analýze.

Ve třetí kapitole této práce je nejprve charakterizována společnost Technomont Frýdek – Místek, s.r.o. Dále je provedena strategická analýza, kde je zachycen vývoj relevantního trhu, na kterém se podnik pohybuje. Jsou zde popsány a analyzovány nejrůznější makroekonomické faktory, které na vývoj tohoto trhu působí. Výsledkem strategické analýzy je prognóza tržeb se zohledněním tempa růstu společnosti a vývoje konkurenčního prostředí. Dále je provedena finanční analýza pro zhodnocení finančního zdraví podniku. Ve SWOT analýze jsou vymezeny silné a slabé stránky podniku, možné příležitosti a hrozby, které

vyplývají z finanční i strategické analýzy. Na závěr kapitoly je sestaven dlouhodobý finanční plán podniku, který je potřeba pro ocenění pomocí výnosových metod.

Ve čtvrté kapitole jsou nejprve stanoveny náklady na kapitál pomocí stavebnicové metody. Dále je provedeno vyčíslení hodnoty čistých operačních aktiv a operačního zisku po zdanění. V další části je pak provedeno ocenění podniku vybranými metodami a provedena citlivostní analýza. V závěru kapitoly je provedena komparace výsledků zjištěných pomocí jednotlivých metod a stanovena hodnota podniku.

2 Teoretická východiska oceňování podniku

Obsahem této kapitoly je především teoretický pohled na oceňování podniku. V kapitole jsou postupně vysvětleny základní pojmy, které se v rámci oceňování používají, dále pak předpisy související s danou problematikou a následně jednotlivé kategorie hodnoty. V další části kapitoly je pozornost věnována především popisu postupu při oceňování, jednotlivým metodám oceňování a finanční analýze.

Pro účely této kapitoly je vycházeno zejména z těchto publikací Damodaran (2006), Dluhošová (2010), Grünwald (2000), Kislingerová (2005), Mařík (2011), Mařík, Maříková (2005).

2.1 Vymezení pojmu podnik

Cílem této práce je ocenění daného podniku. Před samotným oceněním je ovšem nutno vymezit pojem podnik. Tento pojem bývá definován různě dle jednotlivých autorů. Největší význam bývá přidělován definicím, které jsou uvedeny v zákoně. V zákoně číslo 513/1991 Sb. § 5 odst. 1 (obchodní zákoník) byl podnik vymezen jako *„soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“*

Účinnost výše uvedeného zákona pozbyla platnost k 31. 1. 2012 a zákon byl nahrazen zákonem č. 89/2012 Sb., přičemž tento zákon nevymezuje pojem podnik, ale nahrazuje jej pojmem obchodní závod. Ten je vymezen následovně. *„Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“*

Z obou výše uvedených definic vyplývá, že podnik (obchodní závod) je tvořen hmotným i nehmotným majetkem a lidským činitelem. Tyto složky společně vytvářejí smysluplný celek, jenž umožňuje, aby podnik vytvářel činnost, pro kterou byl zřízen. Z tohoto důvodu je nutno při oceňování podniku vycházet ze všech uvedených složek a neopomíjet celistvost podniku jako funkčního celku. Je tedy nutno na podnik nahlížet jako na entitu, jenž je schopná přinášet užitek a generovat výnos jak v současnosti, tak i v budoucnosti.

2.2 Hodnota podniku

Při oceňování podniku je nutno rozlišovat mezi cenou a hodnotou podniku. Cena zobrazuje konkrétní částku, kterou subjekt zaplatil v daném čase a místě. Cenu ovlivňuje celá

řada faktorů, například fáze vývoje ekonomiky, nabídka, poptávka či psychologické faktory. Hodnota podniku znázorňuje částku bez ohledu na konkrétní okolnosti nákupu a prodeje. Cena by se měla pohybovat kolem hodnoty podniku.

V případě využití výnosových metod ocenění je hodnota podniku dána budoucím užitekem, který lze z držení podniku očekávat. Jedná se pouze o odhad, jelikož stanovení hodnoty podniku je založeno na predikci budoucího vývoje. Nejčastěji uváděnou hodnotou je hodnota objektivizovaná, která je spojena především s účelem ocenění podniku a časem, ve kterém je odhad prováděn.

Dále je nutno rozlišit hladinu, na které bude podnik oceňován. *Hodnota brutto (entity)* znázorňuje hodnotu podniku jako celku. Zahrnuje tedy hodnotu jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. *Hodnota netto (equity)* značí hodnotu pro vlastníky podniků. Znamená to, že je oceňován vlastní kapitál. Nevýhodou je, že pojetí vlastního kapitálu se zde liší od účetního pojetí vlastního kapitálu.

2.2.1 Kategorizace hodnoty

Hodnotu lze rozlišit dle různých hledisek na čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota neboli investiční hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Vznik tržní ceny je podmíněn existencí trhu s podniky, případně s jejich podíly na vlastním kapitálu podniků a existenci více kupujících a prodávajících na daném trhu. Potenciální tržní cena je předmětem tohoto odhadu. Tržní hodnotu lze dle Mařík (2011, s 22) definovat jako „*odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém dialogu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaků.*“

Tržní hodnota je pouze hodnota aktiva bez zahrnutí daní a nákladů koupě a prodeje. Při úvahách o tržní hodnotě je nutné zahrnout také předpoklad nejlepšího možného využití, jenž je definován, dle Mařík (2011, s 24) jako „*nejpravděpodobnější použití majetku, které je*

fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, finančně proveditelné, právně přípustné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“

Tržní hodnota je odhad rovnovážné ceny, tedy ceny, která vyrovnává nabídku a poptávku. Nalezení rovnovážné ceny je ovšem možné pouze na dokonale rozvinutém transparentním a fungujícím trhu, kde obchoduje dostatečné množství subjektů a statek na tomto trhu je víceméně homogenní. V případě neexistence fungujícího trhu je velmi problematické až nemožné nalézt bodový odhad pro tržní hodnotu. V tomto případě je možné určit tržní hodnotu pouze jako intervalový odhad. Tento interval může být, pro statky jako je podnik, velmi široký.

V případě, že je na podnik nahlíženo jako na jedinečné a méně likvidní aktivum není možno oceňovat podnik jeho tržní hodnotou, ale je potřeba zohlednit individuální postoj účastníků transakce. Hodnota je pak dána budoucími očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, současného vlastníka nebo pro prodávajícího. Takto pojatá hodnota bývá nazývaná *hodnotou subjektivní* neboli investiční.

Dle Mařík (2011, s. 26), lze investiční hodnotu definovat jako

„ ... hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“

Z výše uvedeného lze konstatovat, že investiční hodnota je převážně dána subjektivními názory a představami konkrétního subjektu, z jehož pohledu je sestavována.

Odhadci majetku, při výkonu své praxe, upřednostňují *hodnotu objektivní* nebo alespoň *objektivizovanou*, kterou je schopný určit pouze profesionál. Tato hodnota je dle německých oceňovacích standardů definována jako hodnota typizovaná a jinými subjekty přezkoumatelná výnosová hodnota, jenž je zjištěna z pohledu tuzemské osoby, tedy vlastníka, neomezeně podléhající daním. Předpokladem pro stanovení objektivizované hodnoty je pokračování podniku v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a jiných vlivů působících na hodnotu daného podniku.

Tato hodnota by tedy měla být postavena především na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být zohledněny dané zásady a požadavky, jako například

rozčlenění majetku na provozně potřebný a nepotřebný, udržení majetkové podstaty podniku či předpoklad pro pokračování podniku v rámci dosavadního konceptu.

Jakousi syntézou předchozích kategorií hodnoty je *Kolínská škola*, jenž poukazuje na skutečnost, že je obecně problematické určení tržní hodnoty, jelikož trh s podniky v evropských podmínkách má velmi mnoho omezení. Toto pojetí hodnoty je založeno na subjektivním postoji konkrétního kupujícího a prodávajícího. Ocenění zde nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro příjemce jeho výsledků. Dle Kolínské školy je možno rozlišit několik základních funkcí oceňování a zároveň s tím i funkci oceňovatele. Jednotlivými funkcemi jsou:

- funkce rozhodčí – zde se jedná o výkon funkce nezávislého oceňovatele, tedy rozhodčího, který by měl alespoň odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí,
- funkce poradenská – smysl této funkce spočívá v poskytnutí informace kupním stranám o maximální ceně, kterou je ochoten zaplatit kupující a minimální ceně, kterou je ochoten prodávající přijmout,
- funkce argumentační – zde oceňovatel hledá argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro vyjednávání,
- funkce komunikační – tato funkce je ve své podstatě odvozená, jedná se zde o poskytnutí podkladu pro komunikaci s veřejností,
- funkce daňová – účel této funkce je patrný již z názvu, cílem je poskytnutí podkladů pro daňové účely.

2.3 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění lze definovat jako službu, kterou zákazník objednává, jelikož mu přináší určitý užitek. Užitek, který ocenění danému objednateli přináší, může mít nejrůznější povahu. Dle těchto užitků lze rozlišit mnoho důvodů pro ocenění. Tyto důvody vycházejí buďto z vůle vlastníka podniku, nebo mohou být na jeho vůli zcela nezávislé. Nejčastěji uváděnými důvody pro ocenění podniku jsou ocenění v důsledku změny vlastnických práv, jako je například prodej či koupě podniku, rozdělení podniku, fúze, emise nových akcií či uvádění podniku na burzu. V případech kdy nedochází k vlastnickým změnám, mohou být důvody pro oceňování například změny právní formy podnikání, sanace či likvidace podniku nebo poskytnutí úvěru.

Vždy by ovšem u každého ocenění mělo být jasné určeno, z jakého podnětu vzniká, o jakou kategorii se jedná, jaká hladina hodnoty má být určena a ke kterému datu je hodnota platná.

Tržní nebo objektivizovaná hodnota bývá využita v případech, kdy hodnota není závislá na konkrétním subjektu. Tržní hodnota je používána převážně při uvádění podniku na burzu, jelikož vyjadřuje průměrné očekávání trhu do budoucnosti. Naopak objektivizované ocenění bývá využíváno při zajišťování současné bonity podniku nebo při poskytování úvěru, protože je založeno na nesporných faktech a na současnosti. V případě, že je využito subjektivní ocenění, je ocenění prováděno pro konkrétní subjekt a je založeno převážně na budoucnosti, do které je promítnuto individuální očekávání daného subjektu. Tento přístup je vhodný při prodeji či koupi podniku nebo při rozhodování o jeho likvidaci či sanaci. Nejvýznamnější hodnotou v rámci Kolínské školy je hodnota rozhodčí, která bývá používána v případech kdy je nutno zohledňovat v konkrétním případě zájmy jednotlivých stran.

2.4 Postup při oceňování podniku

V rámci oceňování podniku je nutné před určením závěrečného výroku o hodnotě podniku vyřešit celou řadu dílčích problémů. Jak již bylo zmíněno, je v první řadě nutno vymezit, pro jaký účel je ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Specifikace cíle práce je nutná pro následný výběr modelů, se kterými bude následně pracováno. Pro stanovení hodnoty podniku je také nutno získat dostatečné informace nejen o podniku samotném, ale také o jeho okolí, tzn. informace o makroekonomickém prostředí a o mikroprostředí, tedy o odvětví, do kterého podnik spadá. Dále je nutno určit, pro jaký subjekt má být ocenění prováděno a zda má být oceněn celkový kapitál či vlastní kapitál podniku.

Další fází je fáze analytická, která zahrnuje strategickou a finanční analýzu podniku. Následuje aplikace modelů, jejichž výběr je řízen důvodem ocenění. Pro ověření správnosti výsledků je vhodné, aby bylo využito několika modelů současně. Pokud by v rámci ocenění byla využita některá z výnosových metod, je nutno vytvořit kompletní finanční plán podniku.

Na základě praktických zkušeností i teoretických východisek je možno doporučit obecný postup, bez ohledu na zvolené metody oceňování. Tento obecný postup by měl zahrnovat strategickou a finanční analýzu, na základě kterých je možno získat představu o celkovém stavu podniku, jeho postavení na trhu a jeho schopnosti dlouhodobě přežít a tvořit

hodnotu. Po provedení těchto analýz je možno zvolit vhodné metody pro ocenění podniku. Tento obecný postup lze rozdělit do několika fází, jimiž jsou:

- specifikace cíle ocenění,
- sběr vstupních dat,
- finanční a strategická analýza,
- sestavení finančního plánu,
- ocenění a vydání výroku o hodnotě podniku.

Specifikace cíle ocenění

Jak již bylo zmíněno výše, vymezení důvodu ocenění je určující pro následný výběr modelů oceňování. Cílem ocenění v této práci je subjektivní ocenění pro případ možného prodeje podniku v budoucnu.

Sběr vstupních dat

Pro stanovení hodnoty podniku je nutno provést identifikaci informačních vstupů. Podle Dluhošové (2010) lze rozdělit informační vstupy do následujících skupin:

- *interní podnikové informace* – technicko-ekonomické a vnitropodnikové informace, finanční plány, účetní závěrka,
- *odvětvové informace a prognózy* - informace týkající se analýzy trhu, stavu a vývoje ekonomiky, vlivu zahraničních trhů,
- *mikroekonomické informace* - legislativní předpisy a ratingové ohodnocení,
- *makroekonomické informace* - stav a vývoj ekonomiky a vývoj finančních trhů.

Z výše uvedeného vyplývá, že pro kvalitní ocenění je nutno získat pravdivé a podrobné informace, které se týkají daného podniku i prostředí, ve kterém se podnik nachází a o makroekonomickém vývoji.

Finanční a strategická analýza

Další fází oceňování podniku je fáze analytická. Tato fáze obvykle zahrnuje analýzu makroekonomickou, analýzu odvětví a finanční analýzu podniku. Pokud jsou v rámci ocenění použity výnosové modely, zahrnuje tato fáze i podnikatelský záměr, jelikož ve výnosových modelech jsou využívány informace o budoucnosti, tedy i o potencionálních výnosech. Jelikož tyto analytické kroky jsou pro ocenění podniku velmi významné, je jejich podrobný popis proveden v samostatných podkapitolách této práce.

Strategická analýza je důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. Cílem je zjištění, zda je podnik perspektivní do budoucnosti, jaká jsou rizika, jež podnik ohrožují, a jaký je budoucí vývoj tržeb. Nejvýznamnější funkcí strategické analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu daného podniku, jenž je závislý na jeho vnitřním a vnějším potenciálu. Vnitřní potenciál je souhrnem slabých a silných stránek podniku. Vnější potenciál pak zahrnuje šance a rizika, kterým je podnik vystaven v rámci podnikatelského prostředí, ve kterém se nachází.

Úkolem *finanční analýzy* je ověření finančního zdraví podniku a vytvoření základů pro finanční plán, jelikož z něj je následně vyvozována výnosová hodnota.

Sestavení finančního plánu

V případě, že se oceňovatel rozhodne pro využití jedné z výnosových metod, je nutné pro daný podnik vytvořit kompletní finanční plán. V rámci běžného řízení podniku je finanční plán součástí podnikového plánu a obsahuje plánovaný výkaz zisku a ztrát, plánovanou bilanci a plánovaný výkaz peněžních toků.

Podnikový plán vychází z dlouhodobé koncepce podniku, tzn. z jeho vizí a jasné strategie. Pro sestavení plánu je výchozí zjištění předpokládaného vývoje tržeb z hlavní činnosti podniku, výše pohledávek, zásob, výše předpokládaných investic do dlouhodobého majetku a na to navazující výše odpisů a podobně. Finanční plán vychází z finanční analýzy podniku za časové období 3 - 5 let.

Ocenění a vydání výroku o hodnotě podniku

Posledním krokem oceňování podniku je aplikace modelů, jejichž výběr se řídí důvodem ocenění. Je vhodné, aby pro ověření správnosti výsledku práce bylo aplikováno několik modelů. Na závěr je nutno provést syntézu výsledku a formulovat závěr, tedy k určitému datu stanovit hodnotu podniku. Uvedení data, ke kterému bylo ocenění provedeno, je velmi důležitou součástí této fáze. Zpracovatel pracuje pouze s daty, které měl v daný okamžik k dispozici.

V případě, že v budoucnu vzejde potřeba podnik znova ocenit, není možné pouze převzít daný výrok, ale je nutno prozkoumat, za jakých předpokladů bylo ocenění zpracováno. Je potřeba zjistit, zda nedošlo ke změnám uvnitř společnosti nebo v rámci subsystému celé ekonomiky, např. změna úrokových sazeb, devizových kurzů, hospodářské politiky a jiné.

2.5 Metody oceňování podniku

Dnešní praxe oceňování podniku nabízí široké spektrum modelů, se kterými lze pracovat. Základním předpokladem správného ocenění podniku je účel, pro který je podnik oceňován. Kislingerová (2001) uvádí, že žádná správná metoda ocenění neexistuje, jelikož zpracovatel volí metodu v návaznosti na již zmíněný cíl ocenění a zpravidla zohledňuje charakter aktiv, kterými podnik disponuje. Pro ověření správnosti závěrů je potřeba aplikovat dvě a více metod. Až následnou analýzou výsledků jednotlivých metod a jejich komparací lze dospět k formulaci jednoznačného závěru jak ve vztahu k použité metodě, tak i k výsledné hodnotě. Také je potřeba vzít v úvahu, že každý výrok o hodnotě firmy má omezenou platnost, která záleží na proměnlivosti, či stabilitě prostředí, ve kterém se podnik nachází.

Hlavní metody pro oceňování podniku lze rozdělit do několika skupin.

- **Výnosové metody** – tyto metody jsou postaveny na propočtu hodnoty podniku na základě očekávaných budoucích generovaných peněžních toků. Lze je členit na metodu diskontovaných peněžních toků (*DCF – entity a equity*), metodu kapitalizovaných zisků a metodu ekonomické přidané hodnoty (*EVA – entity a equity*).
- **Majetkové metody** – tyto metody vedou ke zjištění majetkové podstaty podniku, která je označována jako substance. Metody jsou založeny na stavových veličinách a podchycují stav majetku a závazků podniku k určitému časovému okamžiku. Tyto metody lze členit na účetní hodnotu vlastního kapitálu na principu historických cen, substanční metody, likvidační hodnotu a majetkové ocenění na principu tržních hodnot.
- **Metody tržního srovnání** – základem těchto metod je analýza trhu. Podstatou těchto metod je, že tržní hodnota aktiva je odvozena z informací o tržní ceně nebo hodnotě obdobných aktiv. Tyto metody bývají také označovány jako komparativní metody. Patří zde metoda tržní kapitalizace, metoda srovnání odvětvových multiplikátorů a jiné.
- **Kombinované metody** – tyto metody vycházejí z dílčích výsledků, které jsou získány aplikací metod z jiných skupin. Zpravidla jsou tyto metody využívány k syntéze výsledků ocenění. Mezi tyto metody lze řadit Schmalenbachovu metodu střední hodnoty a metodu vážené střední hodnoty.

2.5.1 Výnosové metody

Při využití výnosových metod je vycházeno z předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. V případě podniků jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Z teoretického hlediska je nejvhodnější za tyto výnosy považovat konkrétní peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Dle toho, jakou veličinu budeme konkrétně pod těmito výnosy myslet, rozlišujeme jednotlivé výnosové metody.

2.5.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

V dnešní době patří modely diskontovaných peněžních toků (cash flow), k modelům které bývají nejčastěji aplikovány, zejména v anglosaských zemích. Postupně se oblíbenost této metody rozšířila i do dalších zemí. Nejedná se ovšem o jedinou metodu, metoda *DCF* se vyskytuje ve více variantách. Dle toho, zda je oceňován celkový kapitál nebo pouze vlastní kapitál, je možno rozlišit několik základních technik pro výpočet výnosové hodnoty. Jedná se o metodu „entity“, „equity“, metodu „DDM“ a metodu „APV“.

Pomocí metody *DCF - Entity* je oceňován celkový kapitál podniku. Volný peněžní tok *FCFF*, tedy tok pro vlastníky i věřitelé, je zde diskontován nákladem celkového kapitálu *WACC*. Při aplikování této metody je cílem tržní ocenění celkového kapitálu podniku. Propočet hodnoty podniku jako perpetuity je vyjádřen následujícím vzorcem:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.1)$$

kde V značí hodnotu podniku, *FCFF* volný peněžní tok a *WACC* náklad celkového kapitálu.

V případě metody *DCF – equity* je oceňován pouze vlastní kapitál. Volný peněžní tok je vztahován k tokům vztahujícím se pouze k vlastnímu kapitálu (*FCFE – FCF to equity*). Jedná se o peněžní tok, jenž plyne pro vlastníky. Tyto peněžní toky jsou následně diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E . Hodnota podniku jako perpetuita je vyjádřena následujícím vzorcem

$$V = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.2)$$

kde V představuje hodnotu podniku, *FCFE* volný peněžní tok vztahující se k vlastnímu kapitálu a R_E náklady na vlastní kapitál.

Vlastní kapitál je také možno ocenit pomocí *dividendového diskontního modelu* (DDM). Peněžní tok je zde vyjádřen pomocí dividendy, která představuje peněžní tok pro vlastníky. Tento model je v podstatě modifikací modelu *DCF*, kdy je použita dividenda místo *FCF*. Model je využíván převážně v tržních ekonomikách s vyspělým kapitálovým trhem. Existují dvě verze tohoto modelu, které se liší vývojem *FCF* v čase. Jedná se o verzi s konstantními *FCF* a verzi s konstantně rostoucími *FCF*, tzv. Gordonův model. Výpočet hodnoty je následující.

$$V = \frac{DIV}{R_E} \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.3)$$

kde *DIV* značí dividendu v běžném období, R_E náklad na vlastní kapitál a g očekávanou míru růstu dividend do nekonečna.

Výsledkem dividendové politiky je příjem pro akcionáře ve formě dividend. Tento příjem je akcionářům vyplácen v případě, že firma produkuje zisk a o výplatě dividend rozhodne valná hromada. Diskontní dividendový model bývá aplikován při ocenění podniků, kde je velmi obtížné stanovit *FCFE*, které se prakticky blíží vyplaceným dividendám.

Metoda APV je využívána k ocenění celkového kapitálu. Finanční tok je tvořen tokem nezadlužené firmy $FCFE_U$, jenž je diskontován nákladem nezadlužené firmy R_U . Tímto je získána hodnota nezadluženého podniku. Aby bylo možné ocenit podnik zadlužený, je nutno přičíst současnou hodnotu daňového štítu. Hodnota firmy jako perpetuita je vyjádřena následujícím vzorcem.

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.4)$$

kde *TS* je daňový štít, $FCFE_U$ jsou peněžní toky nezadlužené firmy, R_U je náklad kapitálu nezadlužené firmy a R_D jsou náklady cizího kapitálu.

Velmi důležité je při aplikaci těchto metod *vymezení volných peněžních toků* (*FCF – free cash flow*). Metody *DCF* pracují s různými peněžními toky. Z hlediska peněžního toku lze rozlišit několik možností dle toho, pro koho je peněžní tok určen.

V případě *DCF - entity* se volnými peněžními toky rozumí toky, jež jsou k dispozici vlastníkům a věřitelům. Proto se většinou používá označení peněžní toky do firmy (*FCFF – free cash flow to firm*). *FCFF* lze stanovit dle následující tabulky.

Tab. 2.1 Výpočet FCFF

+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi. - Upravená daň z příjmu.
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních. + Odpisy . + Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období.
= Předběžný peněžní tok z provozu. - Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného). - Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného).
= Volný peněžní tok (FCFF).

Zdroj: Mařík, (2011)

Výpočet *FCFF* lze také vyjádřit pomocí následujícího vzorce).

$$FCFF = EAT + ODP - \Delta\check{C}PK + \text{úroky}(1 - t) - INV, \quad (2.5)$$

kde *EAT* je čistý zisk, *ODP* značí odpisy, $\Delta\check{C}PK$ je změna čistého pracovního kapitálu, *t* je daňová sazba a *INV* jsou investice.

Pokud je aplikována metoda *DCF – equity* jsou využity toky *FCFE*, což jsou, jak již bylo řečeno, peněžní toky plynoucí pro vlastníky. Tento peněžní tok je spojen s odlišnou mírou rizika, která je v tomto případě vyšší. *FCFE* lze vyjádřit pomocí následující tabulky.

Tab. 2.2 Výpočet FCFE

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních. + Odpisy. + Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů. - Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného. - Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného.
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity). - Úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít, tj. úrok $\cdot (1 - \text{daňová sazba})$. - Splátky úročeného cizího kapitálu. +Nově přijatý úročený cizí kapitál.
= FCFE

Zdroj: Mařík, (2011)

Hodnotu peněžních toků pro vlastníky lze také vyjádřit vzorcem.

$$FCFE = EAT + ODP - \Delta\check{C}PK - INV + S, \quad (2.6)$$

kde *S* značí rozdíl mezi čerpáním úvěrů a splátek úvěrů v daném roce.

Peněžní toky *FCFF* i *FCFE* představují čistý peněžní tok, který zůstává v podniku po uspokojení nároků věřitelů a po zajištění dalšího fungování podniku. Pokud tento peněžní

tok je dlouhodobě kladný, firma generuje zdroje navíc, které mohou být důvodem pro založení dividendové politiky. Pokud podnik nehodlá tuto politiku vytvořit je možno tyto volné zdroje umístit do alternativních investičních příležitostí, kde mohou být tyto zdroje zhodnoceny.

Při oceňování podniku pomocí metody *DCF* je stěžejním předpokladem odhad projekce ekonomických efektů a plánů do budoucnosti. Mezi tyto efekty bývá nejčastěji zařazován zisk a volné finanční toky. Základním faktorem je odhad veličin do budoucna, jelikož se při využití těchto metod předpokládá neomezená životnost podniku (předpoklad „going concern“). Jelikož je velmi obtížné naplánovat veškeré efekty do budoucna, bývají tyto plány rozděleny do několika fází.

Dle toho, kolik fází je v rámci ocenění podniku určeno, rozlišujeme jednofázové, dvoufázové či vícefázové metody.

V případě využití metod *DCF* je ocenění založeno na odhadu současné hodnoty volných peněžních toků *FCF*. Obecně lze výpočet hodnoty podniku zapsat následovně:

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R)^{-t}, \quad (2.7)$$

kde V značí hodnotu firmy, FCF volné peněžní toky, R náklady kapitálu a t jednotlivá léta.

Pokud je využita pouze jednofázová metoda, předpokládá se, že chování podniku bude neměnné po celé období. Zde je nutno zdůraznit, že trvání firmy není nikterak omezeno. Hodnota podniku je pak vypočítána jako perpetuita. Tato metoda je nejjednodušší, ale v praxi velmi málo užívaná. Více využívaná je dvoufázová či třífázová metoda. V této práci je použita dvoufázová metoda, která je popsána dále.

V rámci dvoufázové metody je vycházeno z předpokladu, že budoucí trvání firmy lze rozdělit do dvou období, přičemž první období (fáze) trvá obvykle 3-6 let. V této práci je délka první fáze stanovena na 5 let. V první fázi lze lépe naplánovat budoucí vývoj finančních toků. Druhá fáze představuje období, které následuje ihned po první fázi a pokračuje do nekonečna. Celkovou hodnotu podniku získáme sečtením výsledku první a druhé fáze. Toto lze vyjádřit vzorcem:

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g} \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.8)$$

kde FCF vyjadřují volné peněžní toky, T je dobu trvání první fáze, t jednotlivé roky, podíl $FCF_{T+1} / R_2 \cdot g$ značí tzv. pokračovací hodnotu PH (hodnota podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze), R_1 náklady kapitálu v první fázi, R_2 náklady kapitálu ve druhé fázi, g tempo růstu peněžních toků (vynechává se v případě, že jsou finanční toky konstantní).

2.5.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je základním a nejjednodušším modelem, jehož aplikací lze přímo stanovit netto hodnotu podniku. Výsledkem je tedy hodnota vlastního kapitálu. Tato metoda byla vypracována a je nejčastěji používána v německy mluvících zemích.

Metoda vychází z upravených výsledků hospodaření, Mařík (2011) však uvádí, že pokud není možno dostatečně přesně plánovat dlouhodobé investice, je možné pro zjednodušení vycházet z účetních výsledků hospodaření a investice promítnout do ocenění prostřednictvím odpisů.

Vlastní postup při oceňování podniku pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů je dle Mařík, (2011) vymezen následovně.

- Úprava minulých výsledků hospodaření.

Pomocí úprav lze zjistit skutečné výsledky hospodaření a lze dosáhnout kontinuity a srovnatelnosti mezi minulostí a budoucností. Nejprve je nutné vyloučit náklady a výnosy, které plynou z provozně nepotřebného majetku. Dále je potřeba zajistit, aby náklady a výnosy byly zaúčtovány do období, ke kterému se věcně i časově vztahují. Podstatné náklady a výnosy je potřeba rozložit na příslušná období. V dalším kroku je potřeba sjednotit účetní pravidla tak, aby byly výsledky srovnatelné v rámci sledovaného období. Dále je potřeba vyčlenit z minulých účetních výkazů vliv plynoucí z konkrétních osob a další specifické faktory. V případě, že provedené úpravy mají vliv na daně, je nutné propočítat i změny v placených daních. Nakonec je potřeba přepočítat časovou řadu minulých výsledků hospodaření na cenovou úroveň roku ocenění. Takto upravené výsledky hospodaření lze označit jako čisté výnosy.

- Plán budoucích výsledků hospodaření.

V následujícím kroku je nutno rozlišovat mezi analytickou a paušální metodou. Pro analytickou metodu je základem finanční plán. Rozdíly mezi metodami spočívají především v plánování odpisů a plánování potřeby finančních zdrojů.

- a. Při plánování odpisů je třeba vycházet z investičního plánu, kde by měly být investice rozděleny na obnovovací, racionalizační, rozšiřující a ostatní. Tento krok je možno rozdělit do dvou fází. V té první se předpokládá detailní plánování odpisů v návaznosti na změny podnikových aktiv. Pro druhou fázi se předpokládá ocenění na úrovni perpetuity. Zde se vychází z potřeby reinvestic do podnikového majetku. Výše investic je do perpetuity promítnuta pomocí anuity. Reinvestiční míru je možno určit jako odpisy z reprodukčních cen.
- b. Pro potřeby plánování finančních zdrojů je možno vycházet z předpokladu rozdělení investic minimálně na obnovovací a rozšiřovací. Druhým předpokladem je, že pro potřeby snížení zadlužení bude využit případný přebytek finančních zdrojů a naopak případný nedostatek finančních zdrojů bude kryt úvěry.

Postup výpočtu finanční potřeby lze popsat následujícím způsobem. Nejprve jsou odhadnuty a sečteny veškeré potřebné výdaje, které nejsou náklady. Následně jsou sečteny náklady, které nejsou výdaji. Poté je zjištěn rozdíl mezi finančními potřebami a zdroji krytí. Ve většině případů se finanční potřeby a zdroje krytí nerovnají. Z tohoto důvodu se přebytek či nedostatek finančních prostředků promítá do výše úvěrů. Úroky jsou následně vypočítány dle výše aktuální úrokové míry, kterou v současnosti požadují banky po podniku vynásobenou výši úvěrů na začátku roku.

- *Určování kalkulované úrokové míry.*

Náklady vlastního kapitálu, neboli kalkulovaná úroková míra, vyjadřují výnosnost alternativního použití kapitálu, jež má investor k dispozici. Možnou alternativní investicí může být například požadovaná výnosnost, průměrná rentabilita oboru nebo výnosnost dlouhodobých investic na kapitálových trzích.

- *Výpočet výnosové hodnoty paušální metodou.*

V případě, že je obtížné predikovat budoucnost, je vhodné pro výpočet výnosové hodnoty aplikovat paušální metodu. Výnosový potenciál k datu ocenění je základem pro ocenění touto metodou. Při aplikaci této metody nejsou brány v potaz růstové možnosti podniku a předpokládá se, že dosavadní potenciál bude možno udržet investicemi ve výši odpisů. Při výpočtu je podstatný odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení, tzn. výsledek hospodaření, který je možno rozdělit, aniž by byla narušena majetková podstata podniku. Trvalý výnos

lze propočíst průměrem výnosů za posledních 3-5 let. Tento výnos je vyjádřen ve stálých cenách k datu ocenění a kalkulovaná úroková míra je reálná, tedy očištěna o inflaci. Trvale odnímatelný výnos lze vyjádřit následujícím vzorcem:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \cdot \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t}, \quad (2.9)$$

kde $\check{C}V_t$ jsou minulé upravené čisté výnosy, q_t jsou váhy, jež určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok a K je počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Výnosovou hodnotu podniku pak lze vyjádřit jako perpetuitu následovně:

$$V = \frac{T\check{C}V}{R_E}, \quad (2.10)$$

kde $T\check{C}V$ značí trvale odnímatelný výnos a R_E kalkulovanou úrokovou míru neboli náklady kapitálu.

2.5.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Další výnosovou metodou je metoda ekonomické přidané hodnoty. Hodnota kapitálu podniku se zde stanovuje pomocí ukazatele *EVA*. Ukazatel *EVA* (economic value added), lze využít při finanční analýze, řízení podniku i při oceňování podniku. Tento ukazatel je možno chápat jako čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je snížený o náklady kapitálu.

Ukazatel *EVA* je možno vypočíst dvěma způsoby, které vedou ke stejnému výsledku. Prvním způsobem je výpočet pomocí vzorce nákladů na kapitál. Tento vzorec bývá také označován jako *Capital Charge*. Operační ekonomický zisk se zde rovná operačnímu zisku sníženému o celkový náklad na kapitál. Toto lze vyjádřit následujícím vzorcem:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t, \quad (2.11)$$

kde *NOPAT* značí zisk z operační činnosti podniku po zdanění, *NOA* označuje čistá operační aktiva a *WACC* průměrné vážené náklady kapitálu.

Dále je možno ukazatel *EVA* vypočíst na bázi hodnotového rozpětí dle následujícího vzorce:

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1}, \quad (2.12)$$

kde *NOPAT* značí zisk z operačních činností podniku po zdanění, *NOA* čistá operační aktiva a *WACC* průměrné vážené náklady na kapitál.

Důležitou úlohu při oceňování podniku za využití ukazatele *EVA* zastává ukazatel tržní přidané hodnoty neboli hodnota přidaná trhem *MVA*. Vztah mezi ukazateli *EVA* a *MVA* lze, dle Mařík, (2011), popsat následovně. *EVA* měří úspěch společnosti během minulého roku, opakem je ukazatel *MVA*, který znázorňuje pohled do budoucnosti a odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti. Ukazatel *MVA* lze vypočítat dvěma způsoby. Prvním způsobem je výpočet ex post jako diference mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (*NOA*). Tržní hodnota je v tomto případě zjišťována jako aktuální cena trhu. V druhém případě lze hodnotu tohoto ukazatele zjistit způsobem ex ante jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (*EVA*). Tento vztah je naznačen v následujícím vzorci:

$$MVA = PV(EVA) = \sum_t^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}. \quad (2.13)$$

Dle předchozích předpokladů lze hodnotu podniku stanovit pomocí hodnoty založené na ukazateli *EVA*:

$$V = C_0 + MVA + A_0, \quad (2.14)$$

kde V značí hodnotu podniku, C_0 hodnotu investovaného kapitálu, MVA tržní přidanou hodnotu a A_0 hodnotu nepotřebného (neprovozního) majetku.

V případě využití *EVA - Entity* je výpočet hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody následující:

$$V_E = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left[\frac{EVA_t}{(1+WACC_i)^t} \right] + \frac{EVA_{T+1}}{(WACC_{T+1}-g) \cdot (1+WACC_i)^T} - D_0 + A_0 \quad (2.15)$$

kde NOA_0 označují čistá operační aktiva k datu ocenění, EVA_t ekonomickou přidanou hodnotu v čase t , $WACC_i$ vyjadřují náklady na celkový kapitál v roce i , EVA_{T+1} ekonomickou přidanou hodnotu v čase $T+1$, g stabilní tempo růstu ve druhé fázi, D_0 úročený cizí kapitál k datu ocenění, A_0 neoperační aktiva k datu ocenění, T počet let první fáze. Přičemž současná hodnota budoucích *EVA* je zároveň tržní přidanou hodnotou neboli *MVA*.

Jestliže je využito ocenění podniku pomocí *EVA - Equity* je dvoufázová metoda následující:

$$V_E = VK_0 + \sum_{t=1}^T \left[\frac{EVA_t}{(1+R_{E_i})^t} \right] + \frac{EVA_{T+1}}{(R_{E_{T+1}}-g) \cdot (1+R_{E_i})^T} + A_0, \quad (2.16)$$

kde VK_0 vyznačuje hodnotu vlastního kapitálu k datu ocenění, EVA_t ekonomickou přidanou hodnotu v čase t , R_{Ei} náklady vlastního kapitálu v roce i , EVA_{T+1} ekonomickou přidanou hodnotu v čase $T+1$, g stabilní tempo růstu ve druhé fázi, A_0 neoperační aktiva k datu ocenění a T počet let první fáze.

2.6 Analýza citlivosti

Při ocenění podniku je vycházeno ze stanoveného finančního plánu, který je ovšem spojen s určitou nejistotou či rizikem, že nedojde k jeho naplnění. Z tohoto důvodu je potřeba provést analýzu citlivosti.

Během analýzy citlivosti je zjišťováno, jak se změni výsledná hodnota podniku při změně vybraných faktorů o parametr α . Po provedení citlivostní analýzy je možno posoudit, do jaké míry lze výslednou hodnotu podniku považovat za obecně platnou a do jaké míry se jedná pouze o výsledek, který je podmíněn uplatněnými předpoklady. Obecně lze výpočet definovat následovně:

$$\Delta V_{\alpha}^{faktor} = V_{1+\alpha}^{faktor} - V, \quad (2.17)$$

kde $\Delta V_{\alpha}^{faktor}$ značí absolutní přírůstek hodnoty podniku V vlivem změny jednoho faktoru při nezměněných okolních podmínkách a $V_{1+\alpha}^{faktor}$ novou hodnotu podniku při změně daného faktoru.

2.7 Stanovení nákladů kapitálu

Náklady na kapitál představují náklady podniku na získání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Náklady na kapitál tedy vyjadřují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu. Z pohledu podniku lze chápat tyto náklady jako cenu za kapitál získaný pro další rozvoj činnosti. Z pohledu investora se jedná o požadavek výnosnosti, kterého musí podnik dosahovat, aby nedošlo k poklesu hodnoty pro investory. Celková výše nákladů kapitálu závisí na riziku jednotlivých aktiv a skládá se z bezrizikové sazby R_F a rizikové prémie R_P .

Kategorie nákladů na kapitál je důležitá pro řadu finančních rozhodnutí, např. optimalizace kapitálové struktury, investiční rozhodování, oceňování majetku, stanovení hodnoty podniku a jiné.

2.7.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál $WACC$ zahrnují náklady na cizí kapitál R_D a náklady na vlastní kapitál R_E . Stanovení těchto nákladů by mělo být tržně orientováno, jelikož i ocenění podniku směřuje k tržnímu ocenění. V případě, že finanční trh není dostatečně rozvinut, je možno vycházet z účetních dat, pak je ovšem nutno chápat dané údaje pouze jako aproximaci tržním podmínkám. Náklady na celkový kapitál lze vyčíslit pomocí vztahu:

$$WACC = \frac{R_D(1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D+E}, \quad (2.18)$$

kde t značí sazbu daně z příjmu, R_D náklady na cizí kapitál, R_E náklady na vlastní kapitál, E vlastní kapitál, D úročený cizí kapitál a $D+E$ celkový investovaný kapitál.

2.7.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál lze vyjádřit jako úroky nebo kupónové platby, které je potřeba platit věřitelům. Výše úrokové sazby pro daný podnik se odvíjí také od doby splatnosti úvěru, očekávané efektivnosti či bonitě dlužníka. Náklady na cizí kapitál lze tedy vyjádřit jako úrok snížený o úspory z daní plynoucí z cizího kapitálu:

$$R_D = i(1 - t), \quad (2.19)$$

kde i značí úrokovou míru z dluhu a t sazbu daně.

Jestliže má podnik různou strukturu úvěrů, lze tyto náklady určit jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb, které jsou placeny z těchto forem cizího kapitálu. Tento postup je ovšem možný pouze v případě přístupu k interním podnikovým informacím. Pokud uživatel tento přístup nemá, je možno použít odhad prostřednictvím podílů nákladových úroků a průměrného stavu bankovních úvěrů. V podmínkách rozvinutého kapitálového trhu jsou náklady dluhu odvozeny z tržních cen obligací.

2.7.3 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou zpravidla vyšší než náklady na kapitál cizí, jelikož riziko pro vlastníka vkládajícího prostředky do podniku je vyšší než riziko věřitele. Rozdíl ve výši těchto rizik je dán především odlišným postavením dlužníka a věřitele a také daňovým štítem snižujícím základ daně z příjmů v případě nákladových úroků. Vlastník své prostředky vkládá do podniku na neomezenou dobu a jeho výnos není dopředu zaručen, proto je jeho riziko vyšší. Určení výše nákladů na vlastní kapitál je obecně složitější než určení nákladů na kapitál cizí. Teoreticky lze náklady na vlastní kapitál určit buďto na bázi tržních přístupů nebo

na základě modelů vycházejících z účetních dat. Mezi základní metody používané pro určení nákladů na vlastní kapitál patří model oceňování kapitálových aktiv CAPM, arbitrážní model oceňování APM, dividendový model a stavebnicové modely.

2.7.3.1 Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál je nejčastěji využíván model CAPM. Tento model představuje tržní přístup ke stanovení nákladů. Jedná se o rovnovážný, jednofaktorový model, přičemž je rovnováha daná tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Model je založen na lineárním vztahu mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia, jenž vyjadřuje riziko celého trhu.

Model *CAPM-SML* beta verze má následující tvar:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.20)$$

kde $E(R_E)$ značí očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F bezrizikovou sazbu, β_E koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia a $E(R_M)$ očekávaný výnos tržního portfolia.

Zadluženost firmy ovlivňuje koeficient beta. Hodnotu tohoto koeficientu zadlužené firmy β^L lze získat pomocí následujícího vzorce:

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (2.21)$$

kde β^U představuje beta koeficient nezadlužené firmy, D/E zadluženost vlastního kapitálu a t daňovou sazbu.

2.7.3.2 Arbitrážní model oceňování – APM

Další z tržních přístupů ke stanovení nákladů na vlastní kapitál je arbitrážní model. Tento model je, na rozdíl od modelu CAPM, modelem vícefaktorovým. Arbitrážní model zahrnuje mezi rizikové faktory například domácí produkt, inflaci, nezaměstnanost, zadluženost, rentabilitu a jiné. Podmínkou rovnovážnosti je zde nemožnost arbitráže, to znamená, že žádný investor není schopen dosáhnout arbitrážního zisku. Základní tvar APM je následující:

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.22)$$

kde β_{Ej} značí koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru $E(R_j)$.

2.7.3.3 *Dividendový model*

Tento model bývá využíván pro oceňování akcií, v případě kde je tržní cena akcie dána současnou hodnotou budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. Tržní cenu akcie lze určit jako perpetuity za předpokladu nekonečné držby akcie a konstantní hodnoty dividend. Vztah pro určení nákladů na vlastní kapitál R_E je následující:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (2.23)$$

kde R_E značí náklady na vlastní kapitál, DIV vyplácenou dividendu.

2.7.3.4 *Stavebnicové modely*

Tyto modely bývají využívány při stanovení nákladů kapitálu v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. Využívají se převážně u společností, jejichž akcie nejsou kótovány na burze. Náklady vlastního kapitálu jsou zde určeny jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií. V tuzemsku je Ministerstvem průmyslu a obchodu využíván stavebnicový model, který vychází z předpokladu modelu MM II (model pro vývoj nákladů na kapitál v závislosti na zadlužení vlastního kapitálu autorů M. Millera a F. Modiglianiho). Pro nezadluženou firmu jsou náklady celkového kapitálu $WACC_U$ dle stavebnicového modelu definovány následovně:

$$WACC_U = R_E^U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finstab}} + R_{LA}, \quad (2.24)$$

kde R_F znamená bezrizikovou úrokovou míru, $R_{\text{podnikatelské}}$ rizikovou přírážku za obchodní podnikatelské riziko, R_{finstab} rizikovou přírážku za riziko vyplývající z finanční stability a R_{LA} rizikovou přírážku za velikost podniku.

Dle MM II. Mají celkové náklady zadlužené firmy $WACC_L$ následující tvar:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.25)$$

kde $WACC_U$ značí náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, D bankovní úvěry a obligace, A aktiva a t sazbu daně z příjmů.

Následující vztah pak určuje náklady vlastního kapitálu R_E :

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{\check{Z}}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.26)$$

kde $WACC_U$ značí náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, UZ představuje úplatné zdroje (vlastní kapitál, bankovní úvěry a obligace), A aktiva, \check{Z} čistý zisk, Z hrubý zisk, UM úrokovou míru a VK vlastní kapitál.

Náklady na vlastní kapitál R_E lze pomocí přírážek určit jako součet nákladů nezadlužené firmy $WACC_U$ a rizikové přírážky za zadluženost R_{finstr}

$$R_E = WACC_U + R_{finstr} = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} + R_{finstr}, \quad (2.27)$$

kde R_{finstr} je možno vypočíst jako rozdíl mezi náklady na vlastní kapitál R_E a celkovými náklady nezadlužené firmy $WACC_U$. Pro zabránění extrémním případům, doporučují autoři modelu limitovat velikost přírážky, tzn. $R_E - WACC_U > 10\%$, pak $R_{finstr} = 10\%$.

Pro výpočet nákladů kapitálu tímto způsobem je nutno stanovit jednotlivé rizikové přírážky. **Stanovení rizikové přírážky charakterizující velikost podniku R_{LA}** je dáno pravidlem, že pokud je hodnota úplatných zdrojů větší nebo rovna 3 mld., velikost této přírážky je rovna nule. V případě kdy by hodnota úplatných zdrojů byla nižší nebo rovna 0,1 mld., velikost přírážky by byla 5 %. Jestliže by výše úplatných zdrojů byla mezi 0,1 – 3 mld. je pro výpočet přírážky nutno využít následující vzorec.

$$R_{LA} = \frac{(3mld.Kč - UZ)^2}{168,2}. \quad (2.28)$$

Riziková přírážka charakterizující produkční sílu $R_{podnikatelské}$ je závislá na ukazateli $EBIT/A$, jenž je porovnáván s ukazatelem $X1$, pomocí něhož je vyjádřeno nahrazování úplatného cizího kapitálu kapitálem vlastním. Tento ukazatel je možno vypočíst následovně:

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM, \quad (2.29)$$

kde UZ značí úplatné zdroje (vlastní kapitál, bankovní úvěry a dluhopisy), A aktiva a UM úrokovou míru.

Jestliže bude rentabilita aktiv ROA větší než $X1$, pak riziková přírážka pro velikost podniku bude rovna minimální rizikové přírážce představující velikost podniku za odvětví,

v němž se daný podnik pohybuje. V případě kdy by ROA bylo nižší než 0, tato přírážka by byla stanovena na 10 %. V případě, že ROA bude 0 až $XL1$, je nutno využít následující vzorec:

$$R_{podnikatelské} = \left(\frac{XL1 - ROA}{XL1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.30)$$

V případě **stanovení rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity** R_{fistab} je nutno vycházet z ukazatele celkové likvidity:

$$L3 = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{kr.úvěry} + \text{bank.úvěry a výpomoci} - \text{dl.bank.úvěry}}, \quad (2.31)$$

přičemž jsou stanoveny mezní hodnoty likvidity pro $XL1=1$ a $XL2=2,5$. Jestliže hodnota celkové likvidity podniku bude vyšší nebo rovna $XL2$, bude riziková přírážka rovna 0. Jestliže bude výše celkové likvidity v intervalu $XL1$ a $XL2$, pak je nutno vycházet ze vzorce:

$$R_{fistab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.32)$$

2.8 Strategická analýza

Strategická analýza je nezbytnou fází při oceňování podniku. Hlavním cílem je vymezení celkového výnosového potenciálu daného podniku, jenž je podmíněn jeho vnějším a vnitřním potenciálem. Dalším neméně důležitým cílem je vymezení dlouhodobé perspektivy podniku, včetně vytipování rizikových faktorů.

Vnější potenciál podniku lze vyjádřit jako šance a rizika, která nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém se podnik pohybuje. Analýza tohoto potenciálu vychází z makroprostředí. Během této analýzy je jasně vymezen relevantní trh, na kterém se podnik pohybuje, z hlediska území, produktu, konkurence i zákazníků. Aby byla prognóza co nejpřesnější, je potřeba získat data z co nejdelší časové řady. Tyto údaje lze získat například z databází Českého statistického úřadu, Ministerstva průmyslu a obchodu či ze stránek České národní banky. Následně je provedeno podrobné kvalitativní hodnocení trhu za pomoci analýzy atraktivity. Sledují se především růst a velikost trhu, intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, bariéry vstupu a struktura zákazníků. Cílem analýzy je prognóza vývoje relevantního trhu na základě rozborů faktorů, které působí na daný podnik. Jedná se například o faktory národohospodářské, obecné faktory poptávky nebo o faktory specifické.

Cílem **analýzy vnitřního potenciálu** je prognóza tržního podílu daného podniku. Za pomoci této analýzy lze posoudit, do jaké míry je podnik schopen využívat své šance, které

plynou z rozvoje trhu. Prvním krokem této analýzy je stanovení tržního podílu oceňovaného podniku za dané období. V případě, že neexistuje trh, ze kterého by bylo možné tržní podíl zjistit, lze toto vypočítat jako podíl tržeb podniku na součtu tržeb hlavních konkurentů. Při analyzování vnitřního potenciálu je oceňovatel ovlivňován různými faktory. Mezi tyto faktory se řadí úroveň podniku, ceny, dostupnost, reklama a image firmy. Tyto faktory bývají také označovány jako přímé. Nepřímé faktory jsou pak takové, které zákazník přímo nevidí, ale mají vliv na konečný výstup. Zde je možno zařadit například management, výkonný personál, inovace a investice.

Výsledky výše zmíněných analýz slouží jako výchozí předpoklady pro **prognózu tržeb**. Tržby lze prognózovat různými způsoby. V této práci je prognóza tržeb provedena pomocí následujícího vzorce:

$$\Delta T_1 = \Delta RT + \Delta TP + \Delta RT \cdot \Delta TP, \quad (2.33)$$

kde ΔT_1 značí tempo růstu tržeb, ΔRT tempo růstu relevantního trhu a ΔTP tempo růstu tržního podílu oceňovaného podniku.

Takto zjištěné tempo růstu je nutno dále porovnat s historickým vývojem tržeb daného podniku. V případě, že se tyto dva výsledky neshodují, je příhodné provést korekci, například za pomoci váženého průměru obou přístupů, dle následujícího vzorce:

$$\Delta T = \Delta T_1 \cdot w_1 + \Delta T_2 \cdot w_2, \quad (2.34)$$

kde ΔT znamená výsledné tempo růstu, ΔT_1 tempo růstu tržeb daného podniku, které vyplývají z analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu, ΔT_2 tempo růstu dle historického vývoje tržeb podniku, w_1 a w_2 váhy, které jsou přiřazené daným výsledkům.

2.9 Finanční analýza

Využití finanční analýzy je vhodné především k vyhodnocení finanční situace a výkonosti podniku. Finanční analýza je významnou součástí finančního řízení a rozhodování. Při hodnocení je možno využít celou řadu poměrových ukazatelů, díky nimž je možno posoudit a zhodnotit finanční situaci podniku a vyjádřit vhodná doporučení pro jeho další vývoj, který je důležitý pro sestavení finančního plánu, ze kterého je následně vyvozována výnosová hodnota.

Hlavním úkolem finanční analýzy je komplexně posoudit finanční situaci podniku, která je souhrnným vyjádřením úrovně všech podnikových aktivit. Do dané analýzy je

promítnut objem a kvalita výroby, úroveň marketingové a obchodní činnosti, inovační aktivita a jiné podnikové činnosti. Finanční situaci lze pojmut jako komplexní vícekritériální model, který se skládá z většího množství dílčích charakteristik a jejich vazeb.

Velmi důležitým zdrojem pro získání informací o podniku jsou finanční údaje, které odrážejí konkurenceschopnost podniku a jeho úroveň. Jednotlivé zainteresované subjekty mají různou potřebu těchto informací. Právě z pohledů těchto různých stran lze finanční informace rozdělit následovně. Dle zdrojů finančních prostředků lze dělit na vlastníky (investory), věřitele (banky) a obchodní věřitele (dodavatele). Dle pravomocí na řízení podniku lze dělit na vlastníky, management podniku a vnitropodnikové hospodářské jednotky. V neposlední řadě lze finanční údaje dělit dle typu podílu na výstupech podniku na zaměstnance, obchodní dodavatele, banky, investory, stát a management.

Postup finanční analýzy lze shrnout do několika na sebe navazujících kroků:

- prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů,
- sestavení analýzy základních účetních výkazů,
- propočet a vyhodnocení poměrových ukazatelů,
- zpracování celkového zhodnocení dosažených výsledků.

2.9.1 Zdroje informací pro finanční analýzu

Při vypracování finanční analýzy je nutno mít k dispozici alespoň základní zdroje informací. Jedním z těchto základních zdrojů informací jsou výkazy finančního účetnictví neboli výkazy externí. Tyto výkazy zpravidla poskytují informace externím uživatelům, jako jsou například banky, finanční úřady a jiné. Výkazy podávají přehled o stavu a struktuře majetku a o zdrojích jeho krytí (rozvaha), o tvorbě výsledku hospodaření (výkaz zisku a ztrát) a o pohybu peněžních toků (výkaz cash flow).

Dalšími z důležitých zdrojů jsou výkazy vnitropodnikového účetnictví, jenž jsou odlišné od předchozích pozbytím nutnosti metodické úpravy. Každý podnik má tedy možnost vytvářet tyto výkazy dle svých potřeb. Zde nalezneme především výkazy zobrazující vynakládání podnikových nákladů v nejrůznějším členění (například na druhové či kalkulační), výkazy o spotřebě nákladů na jednotlivé výkony nebo v jednotlivých střediscích a jiné. Vnitropodnikové výkazy, jak již název napovídá, mají interní charakter a nejsou veřejně dostupnými informacemi.

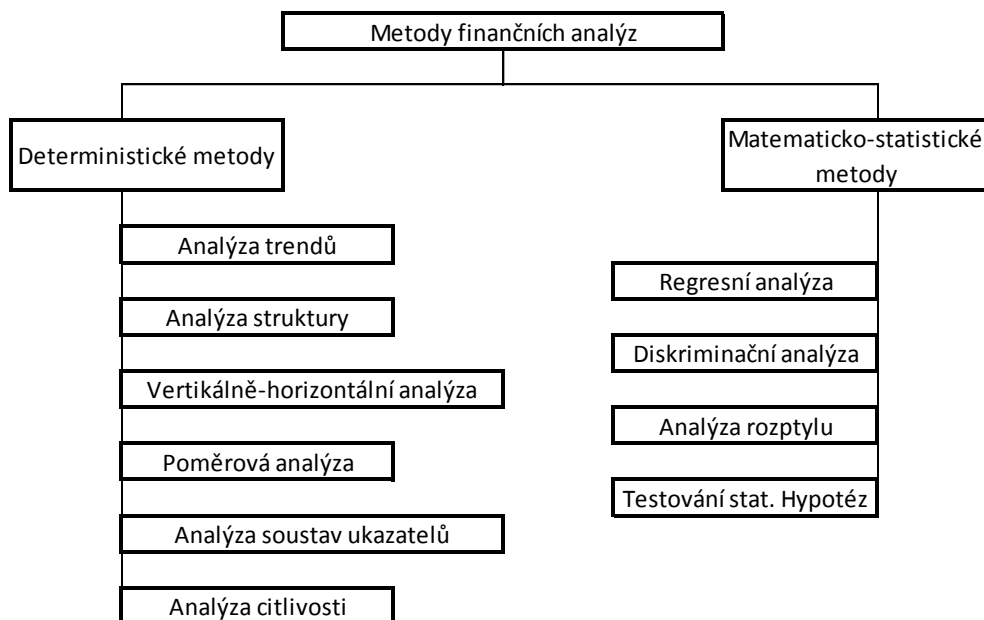
Dalšími zdroji pro vytvoření finanční analýzy mohou být také různé relevantní informace, jako například zprávy vedoucích pracovníků, prognózy finančních analytiků či burzovní informace. Zde je možné shrnout tyto údaje do tří kategorií. *Finanční informace*, které zahrnují finanční výkazy a výroční zprávy, vnitropodnikové informace, prognózy finančních analytiků, burzovní informace a zprávy o vývoji měnových relací a úrokových měr. *Kvantifikované nefinanční informace*, jenž zahrnují firemní statistiky produkce, odbytu, zaměstnanosti a jiné. *Nekvantifikovatelné informace*, které obsahují zprávy vedoucích pracovníků, komentáře managementu, odborného tisku, prognózy a podobně.

Výsledky finanční analýzy lze srovnat hned několika způsoby. Nejvíce používané jsou srovnání výsledku v čase (analýza trendů), srovnání v prostoru (mezipodnikové srovnání), srovnání skutečnosti s plánem a srovnání na základě expertních zkušeností.

2.9.2 Metody finanční analýzy

Pro finanční analýzu lze využít řadu metod, které lze členit různými způsoby. Základním členěním ovšem je členění na deterministické a matematicko-statistické metody. Jejich podrobné členění zobrazuje obrázek 2.1.

Obr. 2.1 Členění metod finanční analýzy



Zdroj: Dluhošová (2010), str. 73.

Metody deterministické jsou používány především pro analýzu souhrnného vývoje, pro analýzu struktury, pro kombinace trendů a struktury a pro analýzu odchylek. Využívají se

především pro menší počet období. Analýza citlivosti je potřeba k posouzení nejistoty při analýze finančních výsledků podniku. Matematicko-statistické metody jsou vycházející z údajů delších časových řad a zakládají se na exaktních metodách včetně vyhodnocení statistické spolehlivosti výsledků.

Základním bodem finanční analýzy je horizontální (analýza trendů) a vertikální (analýza struktury) rozbor finančních výkazů. V případě analýzy trendů je sledován vývoj dané položky v čase, tedy ve vztahu k minulému období. Změnu lze pozorovat buďto absolutní či relativní:

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.35)$$

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.36)$$

kde U_t značí hodnotu ukazatele, t běžný rok, $t-1$ předchozí rok.

V případě analýzy struktury, tedy vertikální analýzy, dochází k porovnávání dané veličiny k nějakému celku (například k celkové bilanční sumě). Obecně lze toto vypočítat následovně:

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.37)$$

kde U_i značí hodnotu dílčího ukazatele, $\sum U_i$ velikost absolutního ukazatele.

2.9.3 Poměrové ukazatele

Další velmi využívanou metodou finanční analýzy je poměrová analýza, na jejímž základě jsou analyzovány soustavy vybraných poměrových ukazatelů, které je možno členit do několika skupin. Zde je možno rozlišovat ukazatele rentability, likvidity, aktivity a stability. V případě, že je podnik obchodován na burze, lze také využít ukazatele kapitálového trhu. Vzhledem k oceňovanému podniku v této práci nebudou tyto ukazatele použity a ani blíže popsány.

Ukazatele rentability

Pomocí této skupiny ukazatelů je možno posoudit efekt, kterého bylo dosaženo vloženým kapitálem. Rentabilita vloženého kapitálu je definována jako poměr zisku a vloženého kapitálu. Základním ukazatelem v této skupině je ukazatel **rentability aktiv ROA**,

jenž poměří zisk s celkovými aktivy investovanými do podniku bez ohledu na to, z jakých zdrojů pocházejí. Ukazatel lze vypočítat pomocí následujícího vzorce:

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}, \quad (2.38)$$

kde *EBIT* značí zisk před zdaněním a úroky, který není ovlivněn změnami daňových a úrokových sazeb ani změnou struktury finančních zdrojů.

Pomocí ukazatele **rentability dlouhodobých zdrojů *ROCE*** je hodnocen význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu spojeného s dlouhodobými zdroji. Tento ukazatel je často využíván k mezipodnikovému srovnávání:

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + dlouhodobý cizí kapitál}, \quad (2.39)$$

kde *EBIT* představuje zisk před zdaněním a úroky a *VK* vlastní kapitál.

Výnosnost vlastních zdrojů vyjadřuje ukazatel **rentability vlastního kapitálu *ROE***. Úroveň rentability vlastního kapitálu se odvíjí od rentability kapitálu celkového a úrokové míry cizího kapitálu. Ukazatel *ROE* by měl být v čase rostoucí. Na tento trend působí několik faktorů, například zvýšení čistého zisku společnosti, pokles úrokové míry nebo snížení podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu. Pokud tento ukazatel v čase klesá, vypovídá to o chybné investiční politice společnosti, spočívající převážně v kumulaci nerozděleného zisku minulých účetních období a s tím související zvyšující se podíl vlastního kapitálu na celkových zdrojích. Pokud tedy ukazatel klesá, znamená to, že podnik nechává zahálet volné finanční prostředky, které například hodlá použít na budoucí investice, a nezhodnocuje je na finančních trzích. Tvar tohoto ukazatele je následující:

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní kapitál}, \quad (2.40)$$

kde *EAT* znamená čistý zisk.

Dalším ukazatelem pro posouzení rentability daného podniku může být **ukazatel rentability tržeb *ROS***. Ukazatel je vhodné použít pro mezipodnikové srovnání i pro srovnání v čase. V čase by měl být trend tohoto ukazatele rostoucí. Čím vyšších hodnot ukazatel dosahuje, tím vyšší je finanční úroveň podniku. Ukazatel je možno vypočítat pomocí následujícího vzorce:

$$ROS = \frac{EAT}{T}, \quad (2.41)$$

kde EAT značí čistý zisk a T tržby společnosti.

Ukazatele likvidity

Pod pojmem likvidita je chápána obecná schopnost podniku hradit své závazky v dané výši a v daném čase, získat dostatek finančních prostředků na provedení potřebných plateb. Hlavním ukazatelem je ukazatel **celkové likvidity**, v rámci kterého je poměřován objem oběžných aktiv s objemem závazků splatných v blízké budoucnosti. Hodnota toho ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí 1,5 a 2,5, nejdůležitější je ovšem srovnání tohoto ukazatele s podniky s obdobným charakterem činnosti. Ukazatel celkové likvidity je možno vypočíst následovně:

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.42)$$

Ukazatel **pohotové likvidity** eliminuje určité nedostatky předchozího ukazatele, které spočívají především v nenaplnění předpokladu, že veškerá oběžná aktiva bude možné v krátkém časovém horizontu přeměnit na hotovost. Ukazatel celkové likvidity nezohledňuje strukturu oběžných aktiv z hlediska jejich likvidity či strukturu závazků dle splatnosti. Ukazatel bývá také ovlivněn způsobem ocenění jednotlivých složek oběžných aktiv, jako jsou například zásoby. Hodnota ukazatele pohotové likvidity by se měla pohybovat v rozmezí 1,0 až 1,5, a to opět za předpokladu zohlednění srovnatelných podniků v daném odvětví. Ukazatel pohotové likvidity vypadá následovně:

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}, \quad (2.43)$$

kde OA značí oběžná aktiva.

V krátkodobém horizontu je nejvýznamnější ukazatel **okamžité likvidity**, v jehož čitateli se nacházejí pouze nejlikvidnější oběžná aktiva, tedy peněžní prostředky PP . Vzorec pro výpočet tohoto ukazatele je následující:

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{PP}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.44)$$

Mezi ukazatele likvidity bývá také řazen ukazatel **čistého pracovního kapitálu**, který představuje část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotové peněžní

prostředky a po splacení krátkodobých závazků může být využita k uskutečnění podnikových záměrů. Obsahuje tedy tu část oběžného majetku, která je finančně krytá dlouhodobými zdroji. Výpočet ČPK je možno provést dvěma způsoby, buďto jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků nebo jako rozdíl dlouhodobých zdrojů a stálých aktiv. Toto je uvedeno v následujícím vzorci:

$$\text{ČPK} = OA - \text{krátkodobé závazky}, \quad (2.45)$$

$$\text{ČPK} = \text{dlouhodobé zdroje} - SA. \quad (2.46)$$

kde *OA* značí oběžná aktiva a *SA* stálá aktiva.

Ukazatele aktivity

Další skupinou poměrových ukazatelů jsou ukazatele aktivity, tyto ukazatele mohou být také nazývány ukazateli relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv. Jedná se o ukazatele typu doby obratu nebo rychlosti obratu.

Ukazatel rychlosti obratu celkových aktiv měří intenzitu využití celkového majetku. Tento ukazatel lze vypočítat pomocí následujícího vzorce:

$$\text{Rychlost obratu celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}. \quad (2.47)$$

Obdobným způsobem je možno vypočítat i rychlost obratu jednotlivých složek aktiv jejich dosazením do jmenovatele uvedeného zlomku.

Doba obratu aktiv lze zjistit pomocí obrácení hodnoty ukazatele. Pokud je ukazatel vynásoben 360 vyjádří dobu obratu ve dnech. To znamená, za jak dlouho dojde v podniku k obratu daného aktiva nebo závazku ve vztahu k tržbám. Vzorec pro zjištění doby obratu celkových aktiv je následující:

$$\text{Doba obratu celkových aktiv} = \frac{\text{aktiva}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.48)$$

V praxi se nejčastěji zjišťuje doba obratu celkových aktiv, pohledávek, zásob či závazků dosazením dané hodnoty do čitatele uvedeného zlomku.

Pravidlo solventnosti pak udává, že doba obratu pohledávek by měla být kratší než doba obratu závazků.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Poslední skupinou poměrových ukazatelů využitých v této práci jsou ukazatele finanční stability a zadluženosti. Tato skupina ukazatelů je soustředěna na sledování poměrů mezi cizími a vlastními zdroji podniku. Mezi nejdůležitější ukazatele finanční stability je zařazen ukazatel **podílu vlastního kapitálu na aktivech**, jenž by měl být v čase rostoucí, jelikož vyjadřuje upevňování finanční samostatnosti daného podniku. Ukazatel lze vypočíst pomocí následujícího vzorce:

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}. \quad (2.49)$$

Dalším ukazatelem z této skupiny poměrových ukazatelů je **ukazatel stupně krytí stálých aktiv**. Tento ukazatel poměřuje dlouhodobý kapitál a stálá aktiva daného podniku. Stálá aktiva by měla být krytá dlouhodobými zdroji, proto by tento ukazatel měl dosahovat minimálně sta procent. Výpočet ukazatele je následující:

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{\text{stálá aktiva}}. \quad (2.50)$$

Základním ukazatelem zadluženosti je **celková zadluženost**. Doporučená hodnota tohoto ukazatele se pohybuje v rozmezí 30-60 %, je však nutno posoudit i odvětví, ve kterém se daný podnik nachází. Výpočet tohoto ukazatele má následující tvar:

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{aktiva}}. \quad (2.51)$$

Zde je nutno zdůraznit, že zadluženost podniku není nutně negativním jevem. Není nezbytné, aby podnik využíval k financování pouze vlastní zdroje. Působení tzv. **finanční páky**, což je převrácená hodnota ukazatele celkové zadluženosti, může přispívat k růstu rentability podniku, potažmo jeho tržní hodnoty.

Dále je možno mezi ukazatele zadluženosti řadit ukazatel **zadluženosti vlastního kapitálu**, jehož hodnota by se měla pohybovat v rozmezí 80 % až 120 %. Tvar tohoto ukazatele je následující:

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.52)$$

Dalším ukazatelem je ukazatel úrokového krytí. Tento ukazatel vyjadřuje, do jaké míry jsou úroky kryty provozním ziskem. Pokud hodnota ukazatele je vyšší než 100 %, značí

to, že podnik je schopen fungovat efektivně a po úhradě úroků zbývá dosti vysoká část provozního zisku na financování ostatních podnikových aktivit. V opačném případě, kdy hodnota ukazatele je nižší než 100 %, nedokáže podnik pokrýt ani úroky. Výpočet ukazatele je následující:

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}. \quad (2.53)$$

Převrácená hodnota tohoto ukazatele představuje ukazatel úrokového zatížení. Ukazatel vyjadřuje, jakou část zisku odčerpávají úroky. Ukazatel lze vypočítat následovně:

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT}. \quad (2.54)$$

Souhrnné modely

Mimo jednotlivých skupin poměrových ukazatelů lze pro hodnocení finanční situace podniku využít souhrnné modely hodnocení finanční úrovně podniku. Tyto modely jsou založeny na finančních analýzách, jejichž pomocí je vyjádřena finanční situace a výkonost podniku jedním číslem. Tyto modely byly vyvinuty pro včasné rozpoznání příčin nestability podniku, které mohou signalizovat bankrot podniku.

Inka a Ivan Neumaierovi sestavili na základě souboru 1000 českých podniků a vybraných matematicko – statistických modelů **index** důvěryhodnosti **IN**. V daném indexu jsou zahrnuty vlastnosti českých účetních výkazů a ekonomické situace v ČR. Index je vhodný pro roční posouzení finančního zdraví firmy. Postupem času byly vytvořeny 4 varianty indexu. Dnes je známa poslední varianta tohoto indexu **index IN05**.

Index lze vypočítat pomocí následujícího vzorce:

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{Aktiva}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{NÚ} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{Aktiva} + 0,21 \cdot \frac{Tržby}{Aktiva} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ}, \quad (2.55)$$

kde CZ značí cizí zdroje, *NÚ* nákladové úroky, *OA* oběžná aktiva a *KZ* krátkodobé závazky.

Pokud je výsledný index větší, než 1,6 vytváří podnik hodnotu. V případě kdy je výsledný index menší než 0,9 tak podnik hodnotu nevytváří. Hodnota v intervalu 0,9 až 1,6 znázorňuje nevyhraněný výsledek v tzv. šedé zóně.

Bankrot podniku lze také predikovat pomocí **Altmanova modelu**. Tento **Z-Score** model byl sestaven z původního souboru 22 poměrových ukazatelů, které jsou rozděleny do

skupin rentabilita, likvidita, řízení aktiv, solventnost a zadluženost. Z původních ukazatelů bylo vybráno nejdůležitějších, ze kterých byl výsledný model sestaven. Model je vytvořen ve variantě pro akciové společnosti i pro společnosti s ručením omezeným, který je využit i v této práci.

Výpočet modelu je popsán dále:

$$Z = 0,717 \cdot X(1) + 0,847 \cdot X(2) + 3,107 \cdot X(3) + 0,42 \cdot X(4) + 0,998 \cdot X(5), \quad (2.56)$$

význam jednotlivých ukazatelů jsou následující.

$X(1)$ – (oběžná aktiva – krátkodobé závazky)/aktiva

$X(2)$ – nerozdělený zisk / aktiva

$X(3)$ – zisk před zdaněním a úroky/aktiva

$X(4)$ – vlastní kapitál / (dlouhodobé závazky + krátkodobé závazky + bankovní úvěry a výpomoci)

$X(5)$ – tržby/ aktiva.

Pokud je výsledná hodnota indexu větší než 2,9, je podnik v dobré situaci. Jestliže se výsledná hodnota dostane pod 1,2, má podnik vysokou pravděpodobnost bankrotu. Hodnota mezi 1,2 a 2,9 je v takzvané šedé zóně nevyhraněných výsledků.

2.9.4 Finanční plán

Finanční plán je komplexním prostředkem pro rozhodování o budoucnosti, jenž zahrnuje všechny stránky činnosti podniku. Tento plán se skládá ze tří základních výkazů a to z bilance, výkazu zisku a ztrát a z výkazu o peněžních tocích. Finanční plán by měl být sestavován tzv. rolling způsobem. Jeho nejvšeobecnější zaměření je pak směřováno na růst tržní hodnoty podniku. Jednotlivé části plánu musí být časově, věcně i místně sladěny a plán musí zahrnovat všechny podnikové útvary. Metodika, která je pro sestavení plánu zvolena by neměla být během vypracovávání měněna, navíc je nutno dodržovat návaznosti krátkodobého a dlouhodobého plánu. Takzvanou kostru finančního plánu tvoří položky, které zásadně ovlivňují hodnotu podniku. Tyto položky bývají také označovány jako generátory hodnoty a řadí se mezi ně například tržby z prodeje hlavních produktů podniku, provozní zisková marže, čistý pracovní kapitál a plán investic a financování.

Výsledkem strategické analýzy je **projekce tržeb**. Budoucí tržby jsou zde odhadnuty na základě minulého vývoje a analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu.

Poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření před zdaněním a tržeb definuje **provozní ziskovou marži**. Zde je doporučováno vycházet z korigovaného provozního výsledku nejen před zdaněním, ale i před odpočtem odpisů, jelikož tyto jsou analyzovány a prognózovány v rámci plánu investic do dlouhodobého majetku. Nezbytné je nejdříve vyčíslit z korigovaného provozního výsledku hospodaření ziskovou marži v procentech za minulá období.

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{KPVH}{T}, \quad (2.57)$$

kde $KPVH$ je korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním a odpočtem odpisů, T značí tržby.

V dalším kroku je potřeba analyzovat faktory, které měly v minulosti vliv na ziskovou marži a odhadnout hodnoty ziskové marže do budoucna. Korigovaný provozní výsledek hospodaření v budoucnu je pak dán jako součin prognózovaných tržeb a odhadnuté ziskové marže.

Čistý pracovní kapitál je dalším generátorem hodnoty, který je potřeba naplánovat. Pracovní kapitál pro účely oceňování se liší od toho, jenž byl vymezen pro finanční analýzu, kde byl definován jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu. Zde je od oběžných aktiv odečítána hodnota neúročeného cizího kapitálu, tedy takového kapitálu, u něhož nelze explicitně stanovit náklady, například úroky. Výpočet upraveného pracovního kapitálu je dán součtem krátkodobého finančního majetku, zásob, pohledávek, aktivního časového rozlišení a odečtem neúročených závazků a pasivního časového rozlišení. Tyto výše uvedené veličiny jsou započítávány pouze v provozně nutném rozsahu.

Krátkodobý finanční majetek lze vypočítat jako součin předpokládané výše likvidity a krátkodobých závazků. V případě zásob, pohledávek a krátkodobých závazků je nutno zvolit poněkud složitější postup. Toto je dáno převážně vazbou výše zmíněných položek na výkony neboli tržby, jelikož s růstem výkonů lze očekávat růst i těchto položek a naopak s poklesem tržeb lze očekávat i pokles těchto položek. Nejprve je potřeba analyzovat náročnost výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu v minulosti, a to pomocí ukazatele doby obratu ve dnech. V dalším kroku je možné identifikovat hlavní příčiny sledovaného vývoje a učinit

předpoklady ohledně jejich vlivu na budoucnost. V závislosti na tomto lze odhadnout vývoj náročnosti výkonů na položky pracovního kapitálu v následujících letech. Jestliže je již známá prognóza tržeb a jsou také odhadnuty doby obratu jednotlivých položek je možno zjistit absolutní hodnotu zásob, pohledávek nebo krátkodobých závazků pomocí následujícího vzorce.

$$\text{Položka} = \text{doba obratu} \cdot \frac{\text{tržby}}{360}, \quad (2.58)$$

položkou se zde rozumí absolutní hodnota zásob, pohledávek, či závazků. Celkový provozně potřebný pracovní kapitál je pak dán součtem těchto položek, vč. odhadnuté výše provozně potřebného krátkodobého finančního majetku.

Nejtěžší částí analýzy generátoru hodnoty je **investiční plánování**, jelikož vývoj investic do dlouhodobého provozního majetku, výzkumu a vývoje nebo lidského kapitálu nejsou plynulé. Pro budoucí dlouhodobý vývoj podniku je ovšem stěžejní, zda si podnik na tyto investice dokáže vydělat. Investice lze prognózovat například na základě konkrétních investičních plánů podniku nebo dle náročnosti minulého vývoje na dlouhodobý majetek. V této práci je vycházeno z takzvaného koeficientu náročnosti růstu tržeb na investice netto, který lze vypočíst následovně.

$$k = \frac{\Delta DM}{\Delta T}, \quad (2.59)$$

kde ΔDM značí změnu dlouhodobého majetku a ΔT změnu tržeb.

Plán financování je dalším krokem, jehož hlavním cílem je zjistit, jestli je v podniku dostatek peněžních prostředků pro jeho následné fungování a případné rozhodnutí o dalším financování podnikových aktivit. Dále také o tom zda pro případné financování budou použity vlastní nebo cizí zdroje. Optimální kapitálová struktura je taková, kdy jsou průměrné náklady kapitálu minimální. Plán financování tedy zahrnuje přijímání, čerpání a splácení úvěrů či případné změny základního kapitálu.

3 Strategická a finanční analýza podniku v průmyslovém odvětví

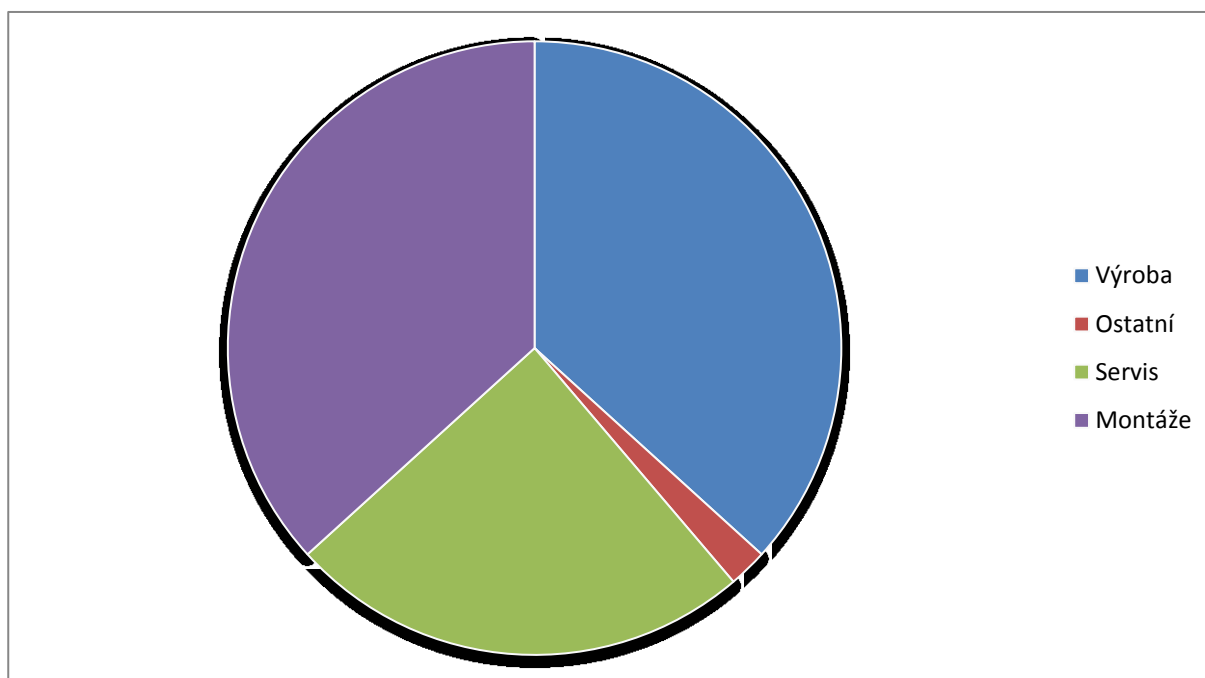
V rámci této kapitoly je nejprve představen daný podnik, kterým je Technomont Frýdek – Místek, s.r.o. a jsou popsány jednotlivé ekonomické činnosti podniku. Následně je podnik dle těchto činností zařazen do skupiny ekonomických činností dle CZ-NACE. Pozornost je dále věnována strategické analýze v rámci, které je nejprve zkoumáno ekonomické prostředí, ve kterém se podnik nachází a následně je provedena prognóza tržeb. V další části kapitoly je zkoumáno finanční zdraví podniku pomocí poměrových a souhrnných ukazatelů finanční analýzy. V dalším kroku jsou vyjádřeny silné a slabé stránky podniku i jeho příležitosti a hrozby pomocí SWOT analýzy. V závěru kapitoly je pomocí postupně zjištěných dat sestaven finanční plán společnosti na období 2016 – 2020.

Základními zdroji pro účely této kapitoly jsou především internetové stránky České národní banky, Českého statistického úřadu, Ministerstva průmyslu a obchodu a jimi vedené databáze, dále je využito internetových stránek společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o. a výročních zpráv a finančních výkazů uvedené na internetových stránkách justice.cz

3.1 Základní údaje o společnosti

Společnost, která je oceňována v rámci této práce, je Technomont Frýdek-Místek, s.r.o., sídlící v Janovicích, číslo popisné 509. Společnost dále využívá budovu na Radniční ulici ve Frýdku-Místku jako správní budovu a výrobní závod v areálu Biocelu Paskov, a.s. Společnost se zabývá výrobou, montážemi a opravami ocelových konstrukcí, technologických celků, potrubí a tlakových nádob. Dále tato společnost zajišťuje i servis těchto zařízení. Poměr těchto činností je možno sledovat na následujícím grafu.

Graf 3. 3.1 Činnosti společnosti Technomont Frýdek - Místek, s.r.o.



Zdroj <http://www.technomont.cz/>

V rámci výroby se společnost orientuje především na výrobu ocelových konstrukcí, tlakových a beztlakových nádrží, tepelných výměníků, výrobu komponentů pro vrtné plošiny, lodě a jeřáby, odprašovací a filtrační zařízení, zásobníky, sila a ostatní strojní technologická zařízení. Podnik je také schopen v rámci zakázkové výroby vyhotovit výrobek dle přání zákazníka. Nejvýznamnější položkou je výroba filtrů pro čištění vzduchu k plynovým turbogenerátorům, odprašovacím zařízení a konstrukcí nosných částí jeřábu. Veškeré výrobky podnik vyrábí z uhlíkové oceli nebo z nerezů.

Další důležitou oblastí jsou montáže. Zde se podnik zaměřuje především na parní nebo horkovodní průmyslové kotle. Zajišťuje také dodávky montáže přehříváků, membránových stěn, ekonomizérů, komor a kotlových těles. Všechny potrubní systémy podnik dodává a montuje společně s příslušenstvím, s povrchovou ochranou a izolací. Společnost je pro účely montáže vybavena vlastní zdvihací technikou o nosnosti 20 tun.

Tým odborných pracovníků vykonává servisní činnosti a údržby zařízení. Služby v této oblasti jsou poskytovány několika společnostmi v regionu, kde Technomont Frýdek – Místek, s.r.o. působí. Podnik garantuje tyto služby nepřetržitě, včetně okamžitých oprav havárií na tlakových celcích energetiky nebo havárií na technologických zařízeních.

Mezi ostatní činnosti podniku je možno zařadit výrobu náhradních dílů, opracovávání odlitků, výkovků a výrobu části strojních zařízení. Na obráběcích strojích je možné opracovávat výrobky, až o hmotnosti 12 t. Dále je podnik vybaven specializovaným střediskem svařování. V tomto středisku jsou prováděny přípravy pro schvalovací procesy svařování WPQR, přípravy nových svářečů a jejich pravidelné přezkušování.

Společnost je orientována nejen na tuzemský trh, ale i na trh v rámci Evropské Unie a třetích zemí. Export do těchto zemí tvořil 60 % z výroby za rok 2015. Technomont, s.r.o. je orientován převážně na energetický, chemický a celulózový průmysl. Toto dlouholeté zaměření umožňuje vysokou profesní a technickou zdatnost v těchto oborech.

3.2 Strategická analýza

V této části kapitoly je postupně popsána analýza vnějšího potenciálu a analýza vnitřního potenciálu. V první části kapitoly je vymezeno odvětví, ve kterém se podnik pohybuje. Následně je definováno makroprostředí a jsou představeny hlavní ukazatele ovlivňující vývoj tržeb podniku. V druhé části kapitoly je vypočten tržní podíl společnosti a následně odhadnuto tempo růstu tržeb podniku.

3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

Při sestavování analýzy vnějšího potenciálu je nejdůležitější správné vymezení relevantního trhu, v rámci kterého se podnik pohybuje. Výše představený podnik se primárně zabývá výrobou ocelových konstrukcí a zásobníků. Proto je v rámci této práce podnik zařazen do odvětví dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE, skupiny C, oddílu s číselným označením 25, Výroba kovových konstrukcí, výrobků, kromě strojů a zařízení. Oddíl s číselným označením 25 je dle CZ-NACE definován jako oddíl, jenž zahrnuje výrobu primárně kovových výrobků, například nádrží, zásobníků, konstrukcí, jenž má zpravidla statickou funkci. Oddíl také zahrnuje výrobu zbraní a střeliva. Tento oddíl nezahrnuje odborné opravy a údržbu kovodělných výrobků vyráběných v tomto oddílu, navíc nezahrnuje výrobu výrobků, které obsahují kromě kovů i jiné materiály nebo ty, pro jejichž činnost jsou zapotřebí pohyblivé části a součásti. Tento druh výrobků zahrnují následující oddíly v této skupině 25 až 30. Skupina CZ-NACE 25 lze rozdělit do 8 oborů:

- 25.1 Výroba konstrukčních kovových výrobků,
- 25.2 Výroba radiátorů a kotlů k ústřednímu topení, kovových nádrží a zásobníků,
- 25.3 Výroba parních kotlů, kromě kotlů pro ústřední topení,

- 25.4 Výroba zbraní a střeliva,
- 25.5 Kování, lisování, ražení, válcování a protlačování kovů, prášková metalurgie,
- 25.6 Povrchová úprava a zušlechťování kovů, obrábění,
- 25.7 Výroba nožířských výrobků, nástrojů a železářských výrobků,
- 25.8 Výroba ostatních kovodělných výrobků.

K výpočtu průměrného růstu tržeb v relevantním odvětví je vycházeno z údajů a statistik, které jsou uvedeny na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu. V této práci je využit objem celkových tržeb v daném odvětví. Pro možnou prognózu tržeb oceňovaného podniku je v následující tabulce vypočteno průměrné tempo růstu tržeb v daném odvětví. Toto tempo růstu tržeb činí **5,54%**.

Tab. 3.1 Vývoj tržeb relevantního trhu 2010 - 2015

Rok	Tržby v odvětví (v tis. Kč)	Tempo růstu relevantního trhu	Váhy
2010	72616688,23		
2011	85067666,94	17 %	12 %
2012	88470295,02	4 %	18 %
2013	98844793,79	12 %	21 %
2014	98026118,83	-1 %	23 %
2015	99872410,83	2 %	26 %
	Vážený průměr	5,54 %	

Zdroj: www.mpo.cz

Z tabulky je patrné, že během sledovaného období docházelo v daném odvětví k růstu. Výjimku tvoří rok 2014, kdy došlo k poklesu trhu o 1 %. Nejvyšší růst byl naopak zaznamenán v roce 2011 a to o 17 %. Tento nárůst lze přičíst oživení české ekonomiky po útlumu během hospodářské krize, která vypukla v roce 2009.

Aby bylo možné provést analýzu vývoje relevantního trhu a vyvodit z ní závěry pro ocenění daného podniku, je nutno posoudit vývoj makroekonomických ukazatelů. V rámci této práce je posouzen vývoj hrubého domácího produktu, vývoj inflace a vývoj nezaměstnanosti mezi léty 2010 až 2015. Mimo analýzy let minulých je u každého z ukazatelů prognózován i vývoj v nejbližších letech.

Nejdůležitějším a nejsledovanějším makroekonomickým agregátem je **hrubý domácí produkt** neboli HDP, který lze definovat jako peněžní vyjádření celkové hodnoty

statků a služeb nově vytvořených v daném období na určitém území. Tento ukazatel se využívá pro stanovení výkonosti dané ekonomiky. Je to součet peněžních hodnot finálních výrobků a služeb, které jsou vyprodukovány během jednoho roku výrobními faktory umístěnými v dané zemi.

V ekonomické teorii jsou rozlišovány dva typy HDP. Jedná se o nominální a reálný produkt. Nominální HDP je vypočítáváno v takzvaných běžných cenách, tedy v cenách, které převládají na trhu v době, za kterou je HDP počítáno. Druhým typem je reálné HDP, které je počítáno v takzvaných stálých cenách, tedy cenách očištěných od změn. V praxi jsou jako stále ceny určeny ceny daného výchozího období.

Tab. 3.2 Vývoj HDP 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HDP, v běžných cenách, mld. Kč	3953651	4033755	4059912	4098128	4313789	4554615
HDP, ve stálých cenách, mil. Kč	3953651	4032910	4000653	3981303	4089400	4274880
Tempo růstu HDP, reálně	-	2,0 %	-0,8 %	-0,5 %	2,7 %	4,5 %

Zdroj: <https://www.czso.cz>

V tabulce Tab. 3.2 je možno sledovat vývoj HDP mezi léty 2010-2015 v běžných i stálých cenách. Pro výpočet HDP ve stálých cenách byl jako základní období zvolen rok 2010. V tabulce je možno pozorovat i tempo růstu HDP mezi léty 2011-2015.

Zhoršení ekonomické situace a především obavy, že se dluhová krize promítne do reálné ekonomiky, způsobilo, že tempo růstu HDP v roce 2011 bylo „pouhé“ 2 %, což značí zpomalení tempa růstu o 0,3 p. b. Českou ekonomiku nejvíce poznamenalo utlumení ekonomické aktivity největších obchodních partnerů, především Německé spolkové republiky. Dále na českou ekonomiku mělo vliv ochlazení domácí poptávky, jenž zasáhl konečnou poptávku. Vláda v roce 2011 zavedla restriktivní fiskální opatření, které snížily výdaje veřejného sektoru. Na snížení konečných výdajů ovšem neměla vliv pouze vláda, ale i domácnosti omezovaly výdaje na potraviny či nápoje.

V roce 2012 došlo k poklesu hrubého domácího produktu o 0,8 %. Tento pokles byl způsoben především slábnoucí poptávkou. Domácnosti i podnikatelský sektor ztratili důvěru v příznivý vývoj ekonomické situace. Domácnosti byly nuceny omezovat spotřební výdaje, jelikož docházelo k poklesu reálných mezd a růstu nezaměstnanosti. V posledním čtvrtletí roku 2012 došlo k nejhlubšímu poklesu spotřeby českých domácností za několik let.

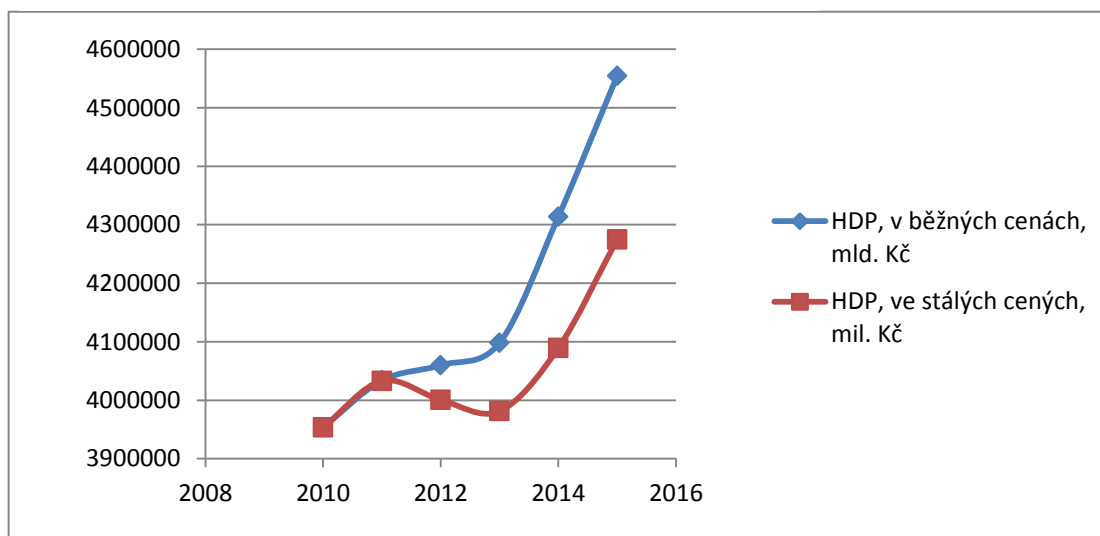
Recese, která se projevila již v předcházejícím roce, pokračovala i v roce 2013. Meziroční pokles HDP byl 0,3 %. Na rozdíl od roku 2012 byl zaznamenán mírný nárůst výdajů na konečnou spotřebu. Pokles investic v obdobné míře přetrvával. Na záporné tempo růstu v roce 2013 mělo největší vliv záporné saldo dovozu a vývozu. Tento nepříznivý výsledek zahraničního obchodu se nejvíce projevil v 1. a 3. čtvrtletí daného roku.

Po negativním vývoji HDP v posledních letech bylo v roce 2014 zaznamenáno oživení ekonomiky. Tento obrat k lepšímu byl zaznamenán již v posledním čtvrtletí roku 2013 a v roce 2014 se plně projevil. Ekonomické subjekty obnovily svou spotřebu. Zvýšená spotřeba a investice podpořily růst HDP, které dosáhlo tempa růstu 2,7 %.

Díky nízké ceně ropy, zrychlenému čerpání peněz z fondů Evropské Unie a uvolněním měnové i fiskální politiky došlo v roce 2015 k růstu HDP o 4,5 %. Tento nárůst předčil většinu států Evropské Unie (+1,8 %) a země Eurozóny (+1,5 %) téměř trojnásobně. K růstu HDP přispěla především domácí poptávka a růst investic. Růst byl neinflační a byl podpořen vyšší dynamikou úvěrů domácnostem a podnikům. Navíc došlo ke zlepšení vnějších ekonomických vztahů i hospodaření státu.

Vývoj HDP v běžných i stálých cenách mezi léty 2010 až 2015 lze pozorovat z následujícího grafu.

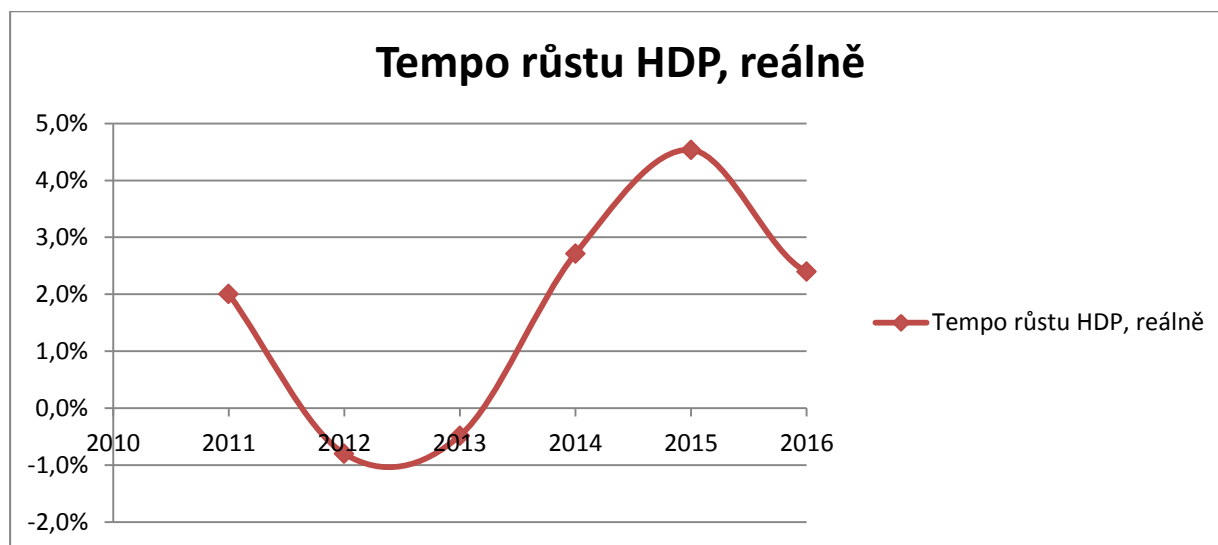
Graf 3.2 Vývoj HDP v běžných i stálých cenách, 2010-2015



Zdroj: www.czso.cz

Vývoj HDP v následujících letech je velmi důležitý pro vývoj relevantního trhu. Prognózu HDP pro následující roky 2016 až 2018 uvádí na svých webových stránkách Česká národní banka. Prognóza uvádí, že v roce 2016 dosáhne tempo růstu HDP 2,4 %, pro další dva roky pak 2,8 %. Tento vývoj je pozitivní jak pro relevantní trh, tak pro celou českou ekonomiku. Vývoj temp růstu HPD včetně uvedených prognóz je zaznamenán v následujícím grafu.

Graf 3.3 Vývoj tempa růstu HDP 2011-2018



Zdroj: www.cnb.cz

Dalším sledovaným makroukazatelem je **inflace**. Ta je z pravidla definována jako zvyšování cenové hladiny, jež má za následek snižování kupní síly peněz. V případě, že v ekonomice dochází k opačnému jevu, tedy ke snižování cenové hladiny, jedná se o deflaci. Při měření inflace jsou využívány takzvané cenové indexy. Nejčastěji bývá využíván index spotřebitelských cen (*CPI*), cenový index výrobců (*PPI*) nebo implicitní cenový deflátor. Míra inflace je pak vypočtena jako procentuální změna těchto indexů. Vývoj inflace má vliv i na vývoj tržeb relevantního trhu. V následující tabulce je zaznamenán vývoj inflace mezi léty 2011 až 2015.

Tab. 3.3 Vývoj míry inflace 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Míra inflace (%)	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3

Zdroj: www.czso.cz

Inflace v první polovině roku 2010 byla nízká díky snížené spotřebě domácností. K postupnému nárůstu cen docházelo až od druhé poloviny tohoto roku v důsledku zavedení vyšší základní i snížené sazby daně, zvýšení spotřební daně u pohonných hmot, alkoholických

nápojů a tabákových výrobků. V průmyslových odvětvích se zvedaly ceny vstupů, které se pak odrazily v cenách na výstupu. Míra inflace v roce 2010 dosáhla 1,5 %.

V roce 2011 pokračoval trend vysoké ceny ropy a ostatních vstupů. Světová inflace rostla především díky poptávce po surovinách, která tlačila vzhůru ceny na světových trzích, což se časem promítlo i ve spotřebitelských cenách. Na rozdíl od světové inflace byla domácí inflace velmi nízká a to 1,9 %.

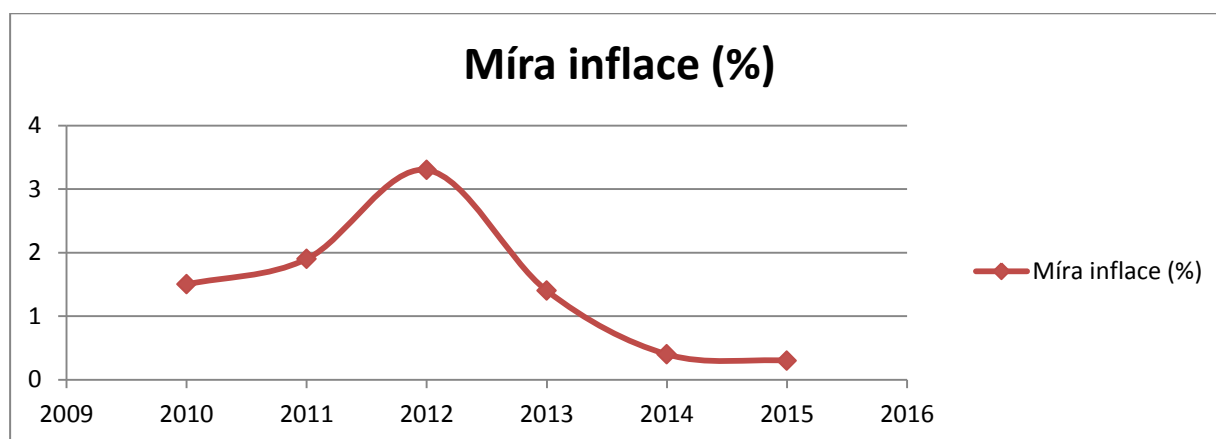
V roce 2012 i přes postupné oslabování meziroční dynamiky spotřebitelských cen dosáhla inflace nejvyšší hodnoty za předchozí 4 roky a to 3,3 %. Cenový vývoj společně s nízkou valorizací důchodu a nízkým růstem důchodu přispěli na snížené spotřební chování obyvatelstva. Byl zaznamenán také nárůst cen potravin a nákladů na bydlení, v důsledku zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 %.

Po prudkém navýšení inflace v roce 2012 docházelo od roku 2013 k jejímu poklesu. V reakci na toto snížení Česká národní banka přistoupila ke kurzovým intervencím, které prakticky ihned zapůsobily na růst cen zboží na domácím trhu v eurech. I přes tato opatření zůstala inflace na nejnižší hodnotě za sledované období a v následujících letech dále klesala na 0,4 % v roce 2014 a 0,3 % v roce 2015.

Dle prognóz České národní banky bude inflace v roce 2016 dosahovat 0,3 % až 1,1 % v roce 2017 pak 1,0 % až 2,4 % a v roce 2018 1,5 % až 2,5 %. Veškeré činnosti národní banky budou směřovat ke splnění inflačního cíle 2,0 %.

Postupný vývoj inflace ve sledovaných letech je možno pozorovat v následujícím grafu.

Graf 3.4 Vývoj míry inflace 2010-2015



Zdroj: www.czso.cz

Vývoj **nezaměstnanosti** je měřen pomocí míry nezaměstnanosti, která je zveřejňována Českým statistickým úřadem. Obecnou míru nezaměstnanosti je možno určit jako podíl počtu nezaměstnaných k ekonomicky aktivním, to je pak vyjádřeno v procentech. Vývoj tohoto makroukazatele je možno pozorovat v následující tabulce.

Tab. 3.4 Vývoj míry nezaměstnanosti 2010 - 2015

(v %)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obecná míra nezaměstnanosti	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	5,0

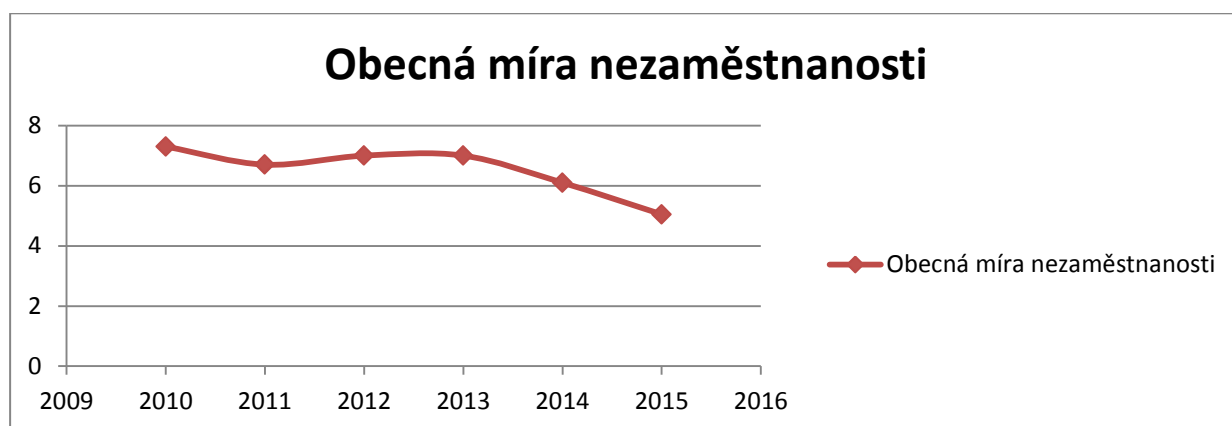
Zdroj: www.czso.cz

Nezaměstnanost ve sledovaném období až na rok 2012 a 2013 klesala. V roce 2010 docházelo k mírnému snížení nezaměstnanosti v oblasti služeb, naopak v rámci průmyslového odvětví došlo k jejímu zvýšení. V následujícím roce došlo ke snížení nezaměstnanosti, navíc docházelo i ke zvýšení počtu samostatně výdělečných osob. V následujícím roce 2012 došlo k nárůstu počtu nezaměstnaných osob. Obecná míra nezaměstnanosti oproti ostatním sledovaným obdobím vzrostla a to na 7,0 %. V tomto roce přibylo na trhu práce nejvíce dlouhodobě nezaměstnaných osob. K poklesu tohoto ukazatele došlo po tomto výkyvu až v roce 2014, kdy tento ukazatel dosahoval hodnoty 6,1 %. Klesající trend pak pokračoval i v následujícím období. V roce 2015 se snížil na hodnotu 5,0 %.

Budoucí odhad tohoto ukazatele činí v roce 2016 5,6 %, v roce 2017 je prognóza stanovena mezi 4,9 % až 5,5 % a v roce 2018 4,8 % až 5,4 %.

Vývoj obecné míry nezaměstnanosti je možno pozorovat v následujícím grafu.

Graf 3.5 Vývoj míry nezaměstnanosti 2010 - 2015



Zdroj: www.czso.cz

3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu

V rámci analýzy vnitřního potenciálu jsou postupně stanoveny tržní podíly oceňované společnosti za sledované období a stanoven její průměrný tržní podíl. Následně je provedena prognóza tržního podílu společnosti do budoucna.

V následující tabulce jsou zachyceny tržby společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o. a vyjádřen tržní podíl této společnosti v rámci odvětví CZ-NACE 25.

Tab. 3.5 Vývoj tržního podílu sledovaného podniku 2010 – 2015

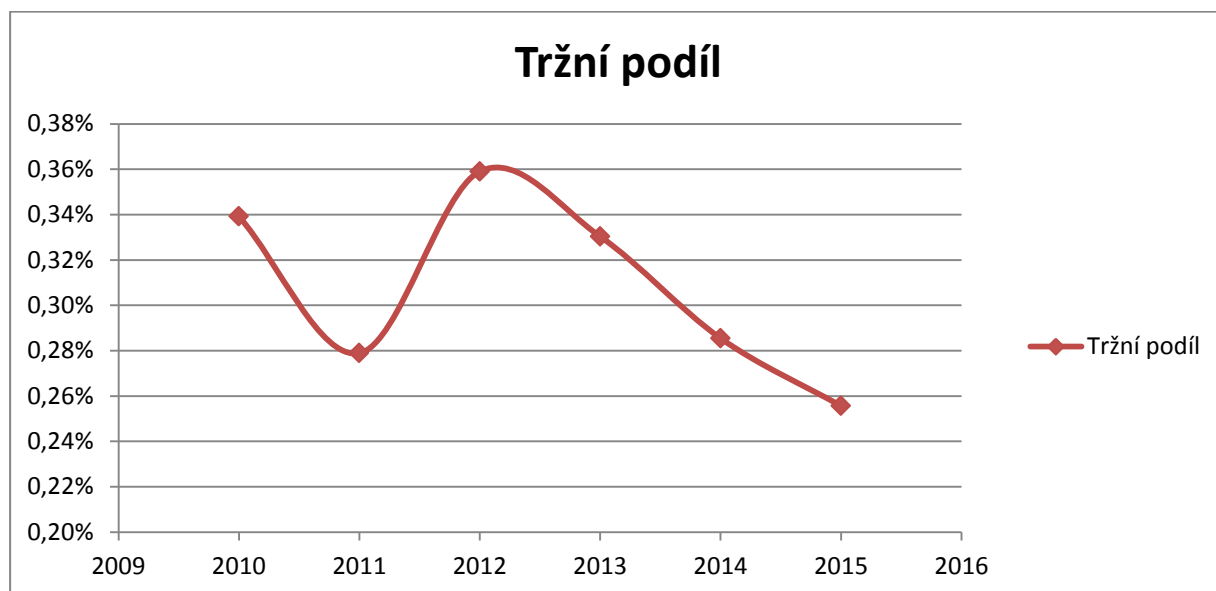
Rok	Tržby Technomont, s.r.o. (v tis. Kč)	Tržní podíl	Relativní změna tržního podílu	Váhy
2010	246313	0,34%		
2011	237280	0,28%	-18%	12%
2012	317660	0,36%	29%	18%
2013	326527	0,33%	-8%	21%
2014	279831	0,29%	-14%	23%
2015	255336	0,26%	-10%	26%
Vážený průměr			-4,48%	

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Z tabulky je patrné, že tržní podíl společnosti, až na výjimku v roce 2012, klesal. Tato změna byla způsobena především podepsáním významné smlouvy na montážní práce s Biocelem Paskov, a.s., zvýšená poptávka po montážních pracích, po výrobě konstrukcí a technologických zařízeních. V důsledku těchto faktů společnost dosáhla prozatím nejvyšších tržeb za dobu svého fungování.

V rámci tohoto kroku je vypočten vážený průměr tempa růstu tržního podílu o hodnotě **-4,48 %**. Vývoj tržního podílu společnosti je možno pozorovat v následujícím grafu.

Graf 3.6 Vývoj tržního podílu Technomont Frýdek - Místek, s.r.o. 2010-2015



Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Dalším krokem v rámci analýzy vnitřního potenciálu je stanovení relativní změny tržeb daného podniku. Z této relativní změny je dále vypočtena průměrná změna tržeb ve sledovaném období. Ta dosahuje hodnoty **0,68 %**.

Tab. 3.6 Vývoj tržeb 2010-2015

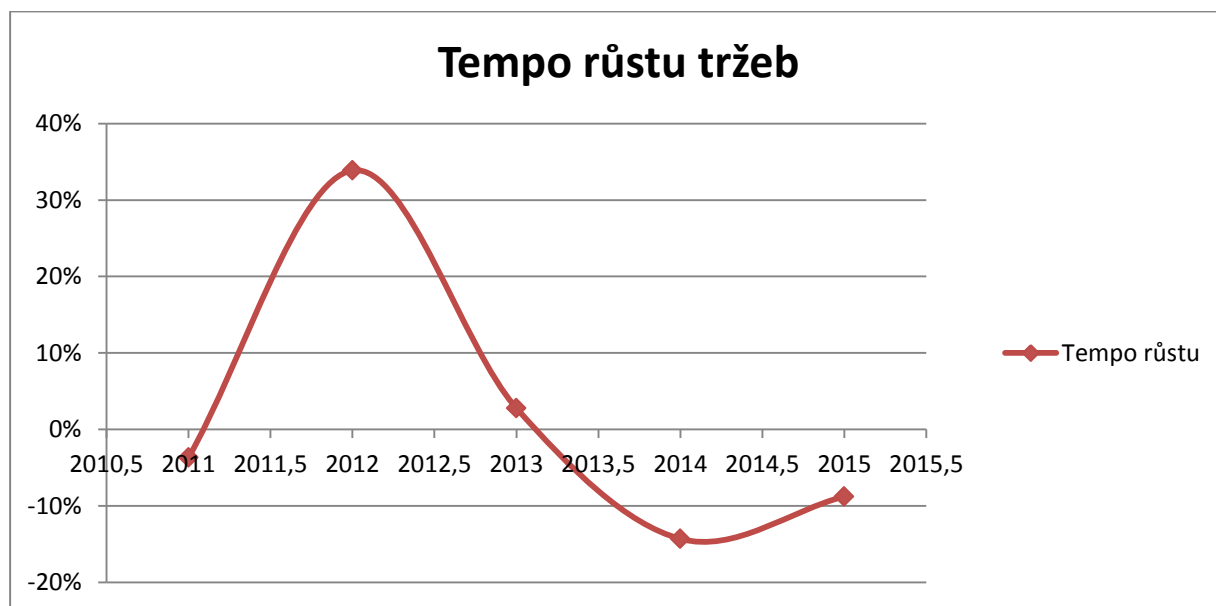
Rok	Tržby Technomont, s.r.o. (v tis. Kč)	Tempo růstu	Váhy
2010	246313		
2011	237280	-4 %	12 %
2012	317660	34 %	18 %
2013	326527	3 %	21 %
2014	279831	-14 %	23 %
2015	255336	-9 %	26 %
Vážený průměr			0,68 %

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Vývoj tempa růstu tržeb sledované společnosti je obdobný jako vývoj tempa růstu tržního podílu. Nejvyššího tempa růstu dosahovala společnost v roce 2012, kdy její tržby byly historicky nejvyšší. Ještě vyšších tržeb dosáhla společnost v roce 2013. V dalších letech

docházelo ke snižování tržeb. Vývoj tempa růstu tržeb je možné sledovat také na následujícím grafu.

Graf 3.7 Vývoj tempa růstu tržeb 2011-2015



Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

3.2.3 Prognóza tržeb

Posledním krokem v rámci strategické analýzy je predikce tržeb společnosti. Jedná se o jednu z nejdůležitějších fází při oceňování podniku. Prognóza tržeb vychází z prognózy relevantního trhu i z analýzy vnitřního potenciálu.

Při prognóze tržeb je potřeba nejprve vypočíst průměrnou změnu tržeb. Tato hodnota je za období 2010 až 2015 vypočtena na 0,81 %. Dalším krokem je určení tempa růstu tržeb z historického vývoje. Hodnota průměrného tempa růstu je 0,68 %. Obě hodnoty jsou odlišné, proto je potřeba hodnoty zprůměrovat. První hodnota zohledňuje i relevantní trh, který má na vývoj tržeb podniku velký vliv, proto ji je přisuzována váha 0,6. Historický vývoj tržeb zohledňuje pouze vývoj tržeb podniku, proto je této hodnotě přisouzena nižší váha 0,4. Dosazením do vzorce (2.34) pro vypočtení váženého průměru je výsledná hodnota růstu tržeb stanovena na **0,76 %**.

3.3 Finanční analýza

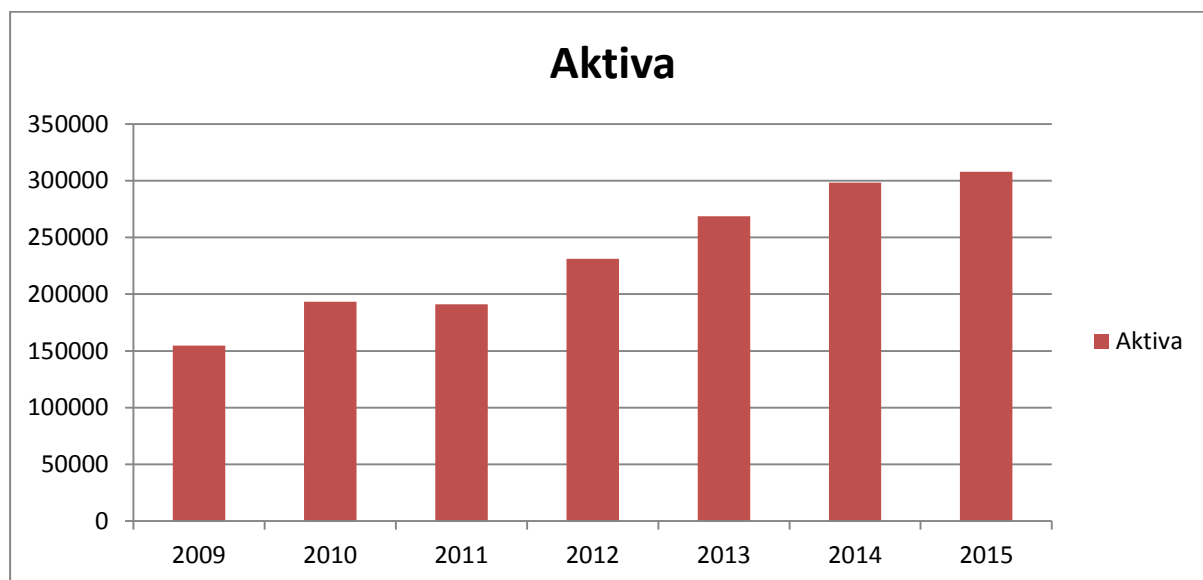
V rámci této podkapitoly je pozornost věnována především finanční stránce podniku. V první části podkapitoly je provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazů zisku a ztrát. Data využívaná v této části kapitoly jsou součástí v příloh č. 4 až č. 9. V druhé

části je provedena analýza poměrových ukazatelů. V rámci této podkapitoly je pracováno s obdobími let 2009-2015.

3.3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

Při provedení **horizontální analýzy aktiv** jsou pozorovány časové řady jednotlivých částí aktiv. V následujícím grafu je znázorněn vývoj celkových aktiv za sledované období.

Graf 3.8 Vývoj celkových aktiv 2009 - 2015

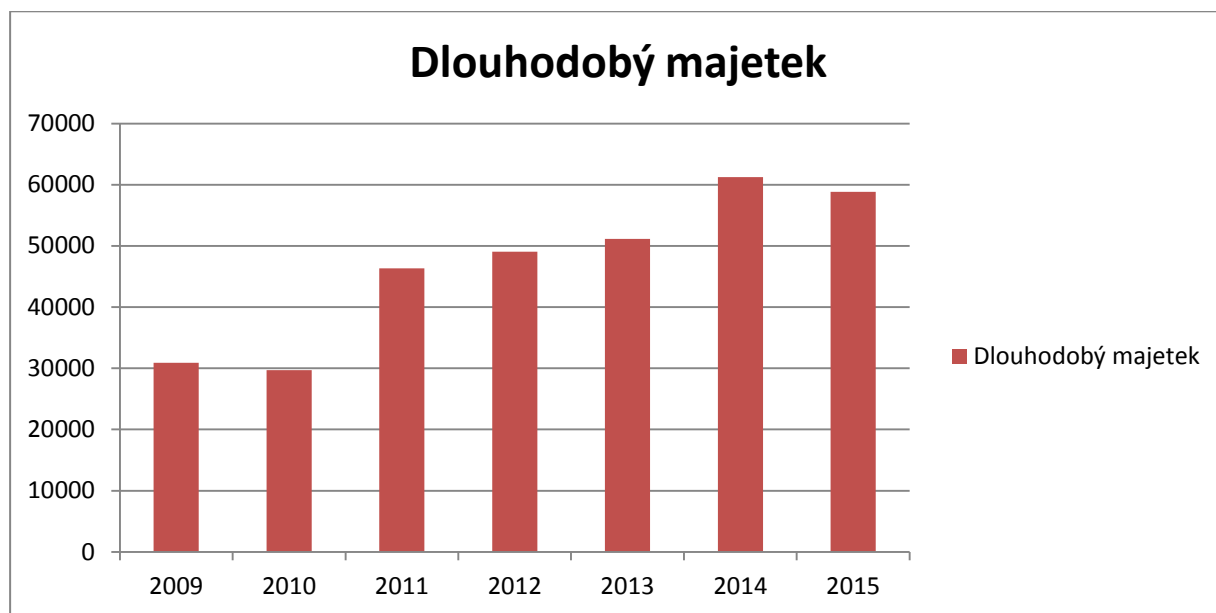


Zdroj: Výkazy společnosti

Z grafu lze pozorovat postupné zvyšování celkových aktiv, které je dáno zvyšováním stálých i oběžných aktiv. Nejvyšší meziroční nárůst je evidován mezi léty 2009 - 2010, kdy došlo k nárůstu celkových aktiv o 24,94 %. Toto bylo způsobeno nárůstem krátkodobých finančních aktiv. V relativním vyjádření vzrostla položka „účty v bankách“ o 915,74 %. Tento nárůst byl způsoben prodejem krátkodobých cenných papírů a podílů. Celková oběžná aktiva pak relativně vzrostla o 32,19 %. V rámci dlouhodobého majetku naopak došlo k poklesu relativně o 3,88 %. Tento vývoj je společností přisuzován mírnému oživení ekonomiky z hospodářské a ekonomické krize.

V rámci dlouhodobého majetku je nejvyšší nárůst pozorovatelný mezi léty 2010 a 2011, celkem o 55,97 %. Takto vysokou relativní změnu pravděpodobně způsobily investice, které byly provedeny v roce 2011. Společnost v tomto roce pořídila novou čtyřválcovou zakružovačku plechu, vysokozdvížený vozík, nový server a obnovila pět osobních vozidel ze svého vozového parku. Vývoj dlouhodobého majetku společnosti lze pozorovat na následujícím grafu.

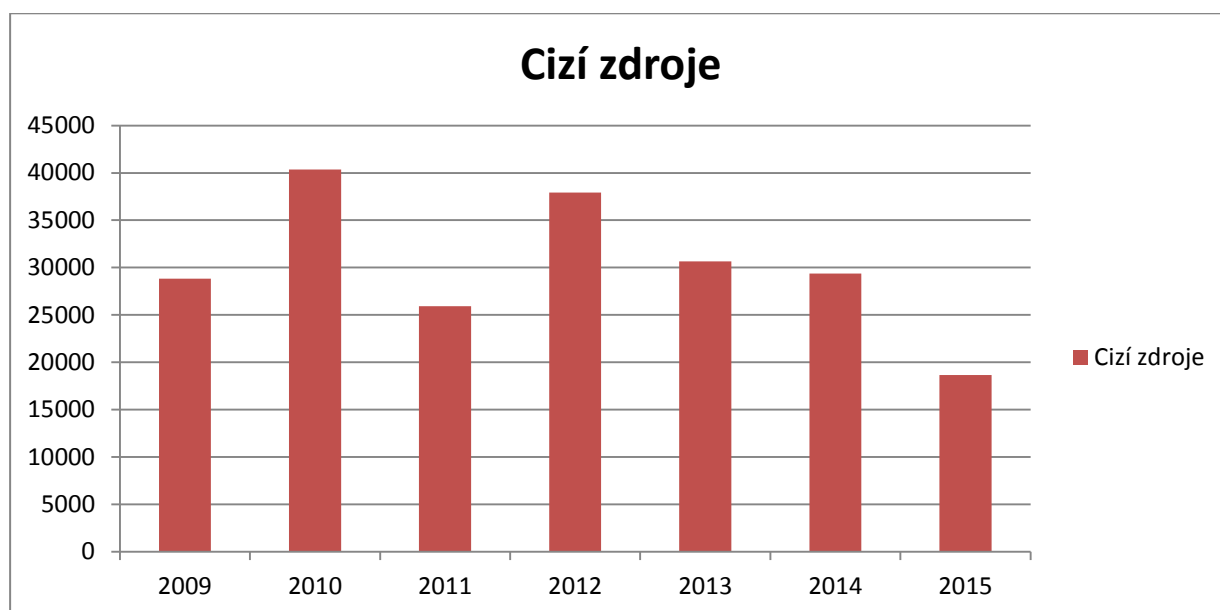
Graf 3.9 Vývoj dlouhodobého majetku 2009 - 2015



Zdroj: Výkazy společnosti

V rámci **horizontální analýzy pasiv** je možno sledovat postupné navyšování celkových pasiv. Nejvyšší nárůst mezi léty 2009-2010 byl způsoben nárůstem vlastního kapitálu, který byl ovlivněn především nárůstem položky Výsledek hospodaření běžného účetního období o 41.93 %. Další položkou, která ovlivnila celková pasiva v tomto roce, jsou Cizí zdroje, které stouply o 39.93 %. Naopak nejnižší hodnotu dosahovaly cizí zdroje v roce 2015. Mezi léty 2014 a 2015 došlo k poklesu této položky o 36,55 %. Toto bylo způsobeno poklesem krátkodobých závazků, které byly ovlivněny především snížením závazků z obchodních vztahů. Vývoj cizích zdrojů za sledované období je možno pozorovat v následujícím grafu.

Graf 3.10 Vývoj cizích zdrojů 2009 - 2015



Zdroj: Výkazy společnosti

Vlastní kapitál společnosti je ovlivněn především výsledkem hospodaření běžného účetního období a kapitálovými fondy. Trend vývoje vlastního kapitálu je po celé sledované období rostoucí. Základní kapitál společnosti je po celé sledované období 1000 tis. Kč. Vývoj vlastního kapitálu v čase lze pozorovat v následujícím grafu.

Graf 3.11 Vývoj vlastního kapitálu společnosti 2009 - 2015

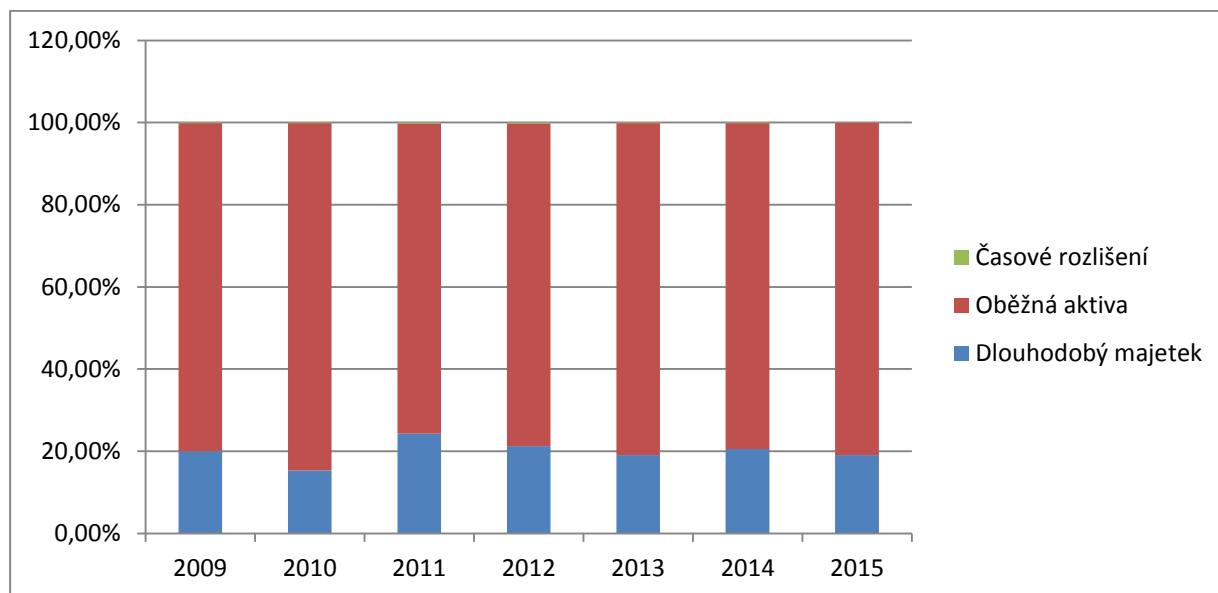


Zdroj: Výkazy společnosti

Během **vertikální analýzy aktiv** je zkoumán podíl jednotlivých položek na hodnotě bilanční sumy. V následujícím grafu je zachycen podíl dlouhodobého majetku, oběžných

aktiv a časového rozlišení na celkových aktivech. Z grafu je patrné, že podíl oběžných aktiv převyšuje podíl dlouhodobého majetku. Podíl oběžných aktiv na celkových aktivech je za sledované období v průměru 79,92 %, zatímco podíl dlouhodobého majetku činí průměrně 19,94 %.

Graf 3.12 Vertikální analýza aktiv v letech 2009 - 2015



Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Následující tabulka zachycuje podíly významných položek oběžných aktiv na celkových aktivech. Nejvyšší podíl na celkových aktivech tvoří krátkodobý finanční majetek, jehož průměrný podíl činí 40,25 %. V roce 2015 dosáhl tento podíl dokonce 58,84 % z celkových aktiv. Nejvyššího podílu zde dosahují peníze na účtech v bankách, který ve sledovaném období stoupal. Naopak pokles podílu lze sledovat u krátkodobých cenných papírů. Tento pokles je možné vysvětlit snížením spolupráce se zahraničními investory a také intervencemi České národní banky. Společnost se pomocí krátkodobých cenných papírů zajišťovala proti změně hodnoty koruny. Podíl krátkodobých pohledávek činí průměrně 35,76 %. Což je druhý nejvyšší podíl na celkové položce. V rámci této skupiny mají nejvyšší podíl na celkových aktivech pohledávky z obchodních vztahů. Tyto pohledávky ve sledovaném období klesaly, což je možné vysvětlit zlepšenou platební morálkou odběratelů. Podíl zásob na celkových aktivech se v čase snižoval. V roce 2009 činil tento podíl 4,59 %, v roce 2015 pak jen 0,91 %.

Tab. 3.7 Podíl položek oběžných aktiv na celkových aktivech 2009 - 2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
zásoby	4,59%	4,16%	7,32%	2,70%	3,94%	2,04%	0,91%
dlouhodobé pohledávky	0,04%	0,00%	0,01%	0,01%	0,31%	0,79%	0,50%
krátkodobé pohledávky	37,28%	38,45%	35,81%	43,50%	44,76%	30,00%	20,57%
krátkodobý finanční majetek	37,96%	41,88%	32,41%	32,36%	31,81%	46,52%	58,84%

Zdroj: výkazy společnosti, vlastní výpočty

Podíl jednotlivých složek dlouhodobého majetku na celkových aktivech je nižší než podíl oběžných aktiv. Nejvyšších hodnot dosahuje podíl dlouhodobého hmotného majetku. Jeho hodnota se ovšem v průběhu sledovaného období, i přes investice do něj vkládané, snižuje. Z této skupiny dosahuje nejvyššího podílu položka stavby, jenž obsahuje administrativní budovu a výrobní haly. V rámci položky samostatné movité věci jsou zařazeny automobily, počítače a výrobní stroje. Podíl této položky v posledním sledovaném roce činil 4,58 % z celkové hodnoty aktiv. Dlouhodobý finanční majetek za sledované období vzrostl. V roce 2009 společnost nevlastnila žádný dlouhodobý finanční majetek. V roce 2015 dlouhodobý finanční majetek dosahoval podílu 7,06 % na celkových aktivech. Společnost za celé sledované období nevlastnila žádný dlouhodobý nehmotný majetek.

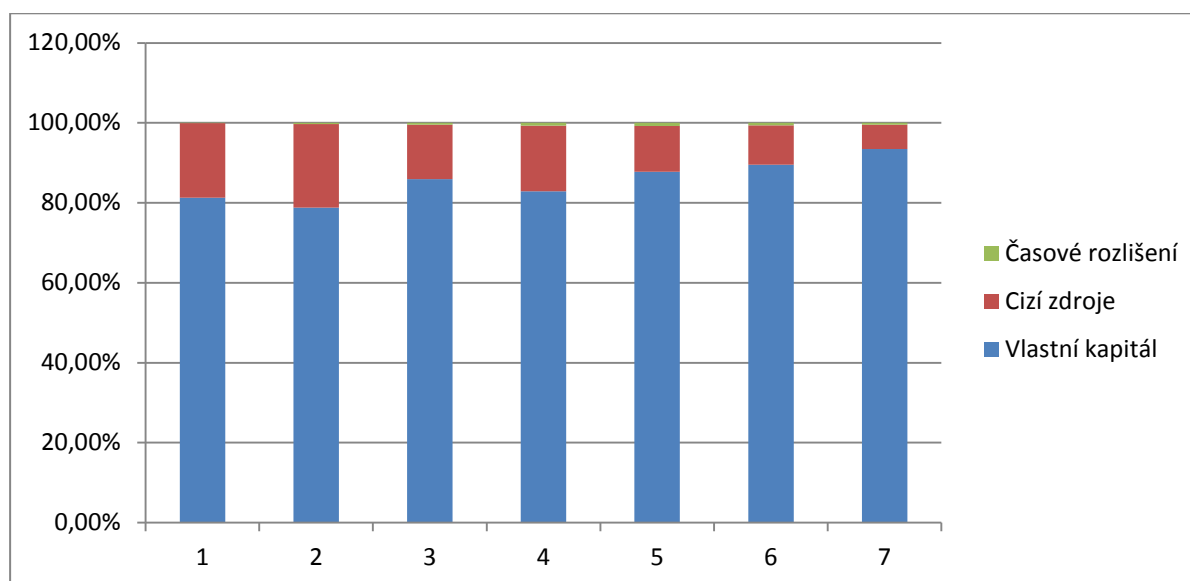
Tab. 3.8 Podíl položek dlouhodobých aktiv na celkových aktivech 2009 - 2015

Dlouhodobý majetek	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHM	19,98%	15,37%	16,67%	14,21%	12,17%	11,95%	12,04%
DFM	0,00%	0,00%	7,60%	7,02%	6,88%	8,59%	7,06%

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Při **vertikální analýze pasiv** je pozorováno rozdělení podílu položek vlastního kapitálu a cizího kapitálu na hodnotě celkových pasiv. V rámci sledovaného období je možno pozorovat nerovnoměrné rozdělení. Z následujícího grafu lze pozorovat, že podíl vlastního kapitálu ve sledovaném období roste. Podíl cizích zdrojů je naopak v čase klesající.

Graf 3.13 Vertikální analýza pasiv v letech 2009 - 2015



Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Podíl vlastního kapitálu nejvíce ovlivňuje výsledek hospodaření minulých let. Podíl této položky je v čase rostoucí. Což se dá pravděpodobně vysvětlit nerozdělováním zisku mezi vlastníky, ale ponecháním tohoto zisku ve společnosti. Společník v rámci valné hromady pravidelně schvaluje převedení zisku do této položky. Další položkou, která má vliv na podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech, je výsledek hospodaření běžného účetního období. Tento podíl je ovšem v čase klesající. Vývoj podílu jednotlivých položek vlastního kapitálu je zobrazen v následující tabulce.

Tab. 3.9 Vývoj podílu položek vlastního kapitálu na celkových pasivech 2009-2015

Vlastní kapitál	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Základní kapitál	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Kapitálové fondy	0,1%	0,0%	-2,2%	-0,8%	0,3%	1,4%	1,9%
Rez. fondy, neděl. fond a os. fondy ze zisku	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výsledek hospodaření min. let	68,2%	64,4%	79,2%	72,4%	71,6%	78,5%	84,9%
Výsledek hospodaření běžného úč. období	12,2%	13,9%	8,3%	10,8%	15,6%	9,2%	6,3%

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Krátkodobé závazky, respektive závazky z obchodních vztahů mají nejvyšší vliv na velikost podílu cizích zdrojů. Tento podíl je ovšem v čase klesající. V roce 2009 dosahoval 11,35 %, v roce 2015 jen 2,47 %. Toto lze vysvětlit zlepšenou platební morálkou oceňované společnosti. Společnost za sledované období nevyužívá žádné dlouhodobé bankovní úvěry či výpomoci.

3.3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

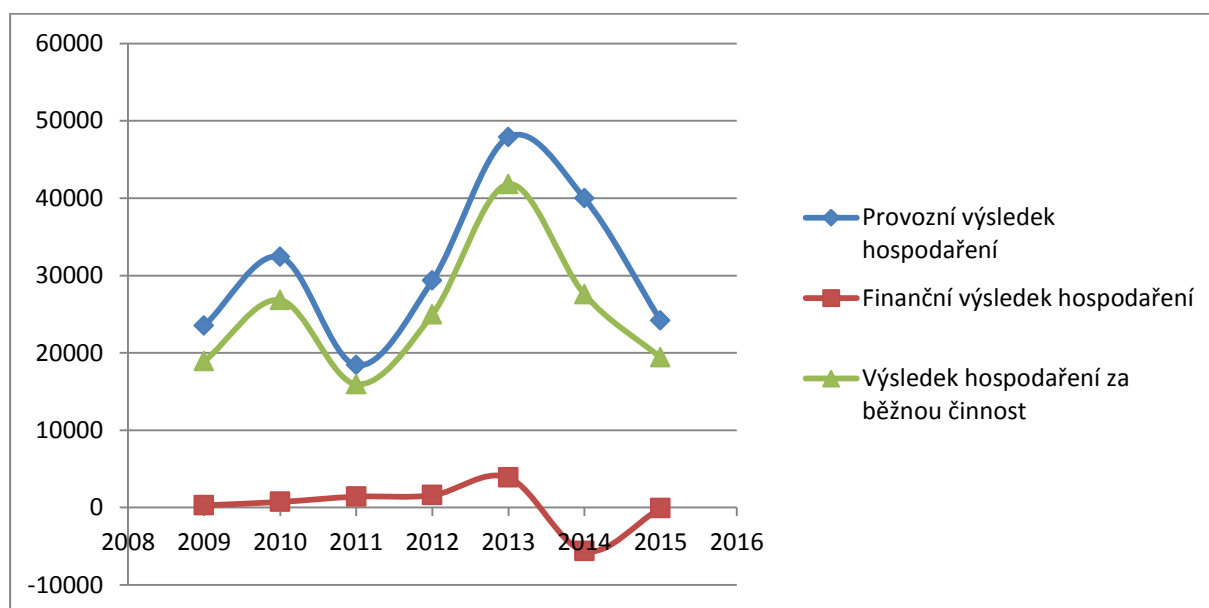
Změny jednotlivých nákladových a výnosových položek v čase je zachyceno v **horizontální analýze výkazu zisku a ztrát**.

Z analýzy vyplývá, že nejvyšší relativní změna výkonů byla v mezi léty 2011 a 2012 a to 27,83 %. V roce 2012 došlo k podepsání nových kontraktů. Společnosti přibýly zakázky na montážní práce i výrobu, v důsledku toho došlo k navýšení výkonů a především tržeb. Tržby meziročně vzrostly o 34,33 %. K nejvyššímu nárůstu výsledku hospodaření došlo mezi léty 2012 a 2013 a to o 67,48 %. Tržby v roce 2013 byly historicky nejvyšší. Společnost v tomto roce získala velké množství zakázek. Při realizaci těchto zakázek ovšem vzrostla výkonová spotřeba a to o 13,76 %. Díky nákupu dlouhodobého majetku vzrostla také položka odpisů o 18,54 %.

Osobní náklady vzrostly za pozorované období nejvíce v roce 2012 a to o 52,60 %. Mzdové náklady o 65,49% a náklady na sociální a zdravotní pojištění o 21,94 %.

V oblasti provozního výsledku hospodaření došlo k největšímu nárůstu o 63,22 % v roce 2013. Tento rok byl historicky nejlepším rokem ve většině oblastí. Finanční výsledek hospodaření stoupl o 142,96 %. Historický vývoj výsledků hospodaření zobrazuje následující graf.

Graf 3.14 Vývoj výsledků hospodaření 2009 - 2015



Zdroj: Výkazy společnosti

Vývoj jednotlivých výsledků hospodaření je zaznamenán v následující tabulce.

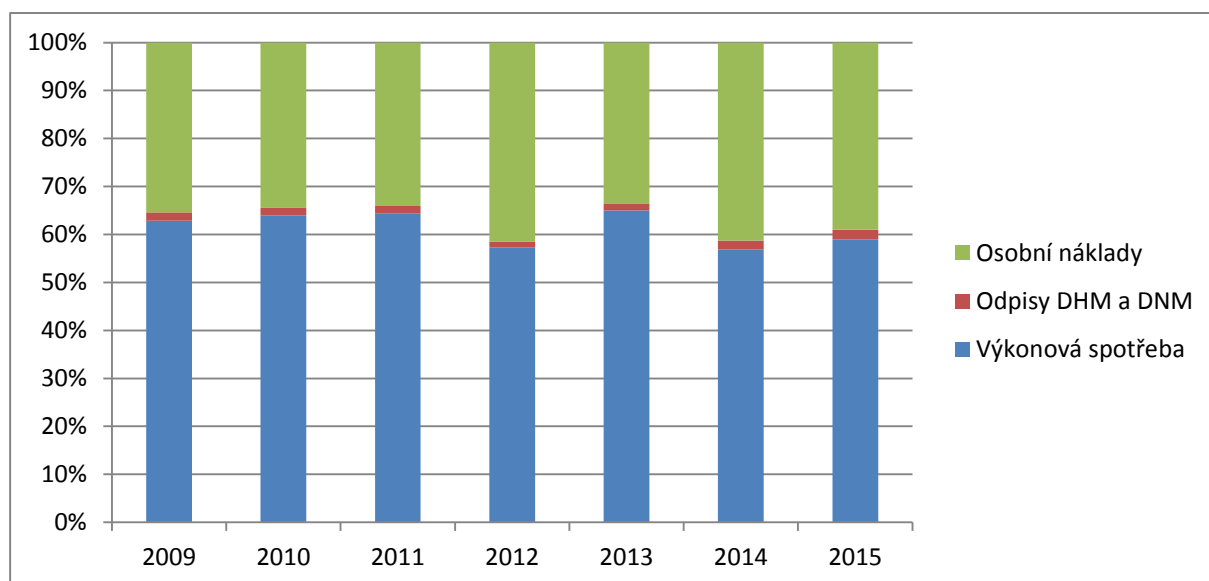
Tab. 3.10 Vývoj jednotlivých výsledků hospodaření v letech 2009 - 2015

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření	23518	32400	18401	29339	47886	39954	24179
Finanční výsledek hospodaření	296	732	1418	1597	3880	-5618	-69
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	18897	26821	15942	24958	41799	27552	19391

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní zpracování

Při využití **vertikální analýzy výkazu zisku a ztrát** je možno pozorovat podíl jednotlivých nákladových a výnosových položek na určitém celkovém ukazateli. V tomto případě na ukazateli tržeb za vlastní výrobky a služby. Nejvyšší podíl na tržbách zaujímá výkonová spotřeba, jež činí za sledované období v průměru 53,95 %. Další velmi významný podíl zaujímají osobní náklady. Podíl této položky je v čase přibližně konstantní. V průměru 32,50%. Při pohledu na vertikální analýzu firmy lze konstatovat, že vývoj podílu jednotlivých nákladových a výnosových položek na tržbách je v čase konstantní. V následujícím grafu lze pozorovat vývoj podílů vybraných nákladových položek v čase.

Graf 3.15 Vývoj podílu jednotlivých nákladových položek na tržbách v čase, 2009-2015



Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Podíly nákladových položek na tržbách lze pozorovat i v následující tabulce.

Tab. 3.11 Vývoj podílu nákladových položek na celkových tržbách v letech 2009 - 2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Osobní náklady	30,89%	30,31%	32,28%	36,66%	28,84%	34,02%	34,49%
Odpisy DHM a DNM	1,52%	1,45%	1,54%	1,09%	1,26%	1,53%	1,83%
Výkonová spotřeba	54,87%	56,27%	61,01%	50,58%	55,90%	46,83%	52,17%

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní zpracování

3.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

V této podkapitole jsou postupně rozebrány poměrové ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity za období 2009-2015. Pro výpočet ukazatelů v této části práce jsou využity vzorce uvedené v podkapitole 2.9.2.

Ukazatel rentability

Ukazatele rentability daného podniku jsou uvedeny v následující tabulce. Pomocí těchto ukazatelů je posuzována schopnost podniku zhodnocovat zdroje do něj vložené. Jak lze pozorovat, nejnižší hodnoty rentability dosahuje podnik v roce 2015. Celkový trend vývoje těchto ukazatelů je klesající. Tyto výsledky mohou být způsobeny dlouhodobě nerozděleným ziskem společnosti.

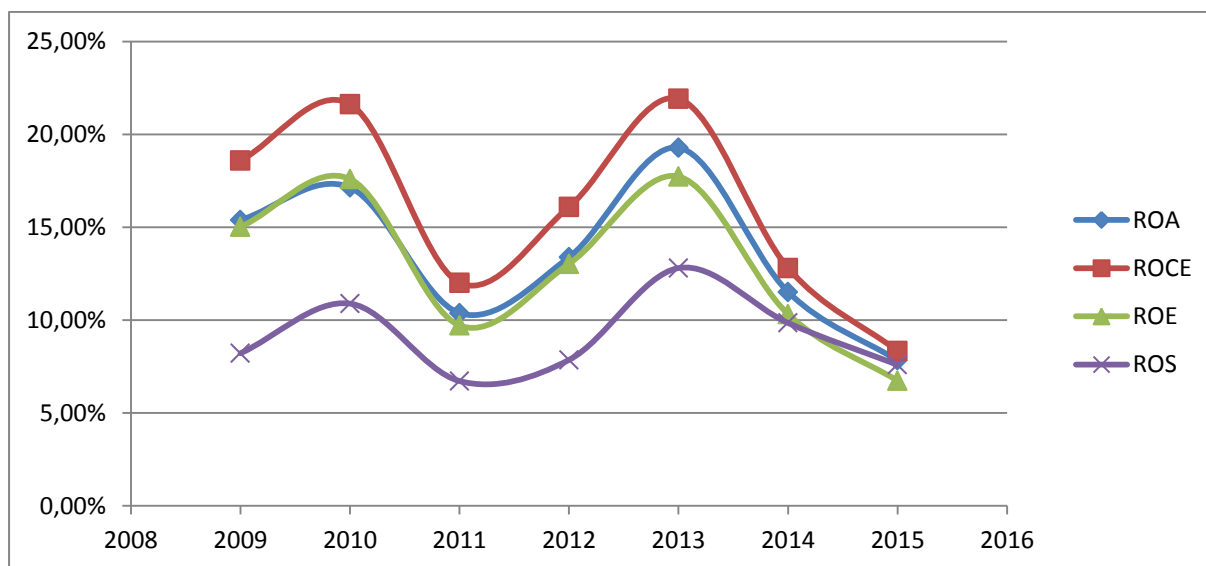
Tab. 3.12 Ukazatel rentability 2009 - 2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Trend
ROA	15,39%	17,14%	10,38%	13,39%	19,27%	11,52%	7,83%	↘
ROCE	18,59%	21,63%	12,01%	16,09%	21,91%	12,81%	8,34%	↘
ROE	15,02%	17,60%	9,71%	13,03%	17,73%	10,32%	6,74%	↘
ROS	8,21%	10,89%	6,72%	7,86%	12,80%	9,85%	7,59%	↘

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Vývoj jednotlivých ukazatelů v čase zobrazuje také následující graf. Nejlepších hodnot rentability je dosahováno v roce 2013, kdy společnost dosahovala nejvyšších tržeb. Tyto hodnoty společnost dosáhla i přes nerozdělení zisků z minulých let. V případě ukazatele rentability stálých aktiv je dosahováno maximálně 19,27 %, což vypovídá o nízké hodnotě aktiv a poměrně vysoké hodnotě *EBIT*. Naopak nejnižší hodnota tohoto ukazatele je vykazována v roce 2015, kdy došlo, v důsledku investic, k výraznému poklesu *EBIT* a ke zvýšení aktiv. Ukazatel rentability vlastního kapitálu vykazuje nejvyšší hodnotu 17,73 % v roce 2013. V tomto roce firma dosahovala nejvyšších zisků. Nejnižší hodnota byla dosažena v roce 2011, kdy i zisky společnosti byly za sledované období nejnižší. Vysoké tržby v roce 2013 ovlivnily i ukazatel rentability tržeb, který v tomto roce dosáhl své nejvyšší hodnoty 12,80 %.

Graf 3.16 Vývoj ukazatelů rentability 2009 - 2015



Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Ukazatele aktivity

Tyto ukazatele značí relativní vázanost kapitálu v různých formách aktiv. Zkoumána je zde především jejich obratovost a doba obratu. V rámci ukazatele obrátky celkových aktiv je pozorována intenzita využití celkového majetku. V čase by tento ukazatel měl dosahovat rostoucího trendu. Z tabulky je patrné, že ukazatel dosahuje klesajícího trendu, což je dáno zvyšujícími aktivy společnosti a klesajícím trendem tržeb. Ukazatele doby obratu vyjadřují, za jak dlouho dojde k obratu jednotlivých položek ve dnech.

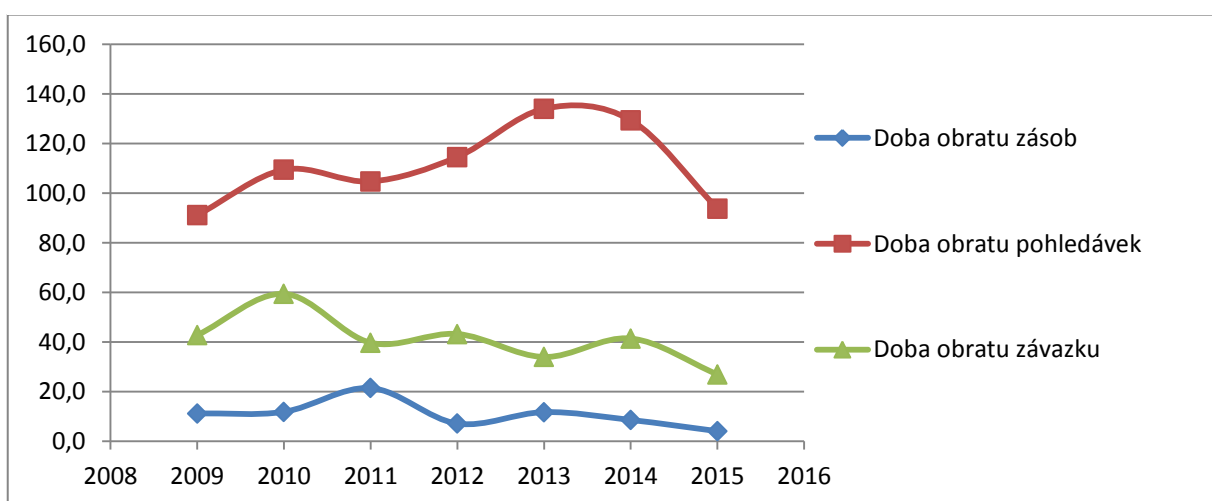
Tab. 3.13 Ukazatele aktivity

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Trend
Obrátka celkových aktiv	1,5	1,3	1,2	1,4	1,2	0,9	0,8	↘
Doba obratu aktiv	244,1	284,5	292,2	263,3	297,2	420,1	444,8	↗
Doba obratu zásob	11,2	11,8	21,4	7,1	11,7	8,6	4,0	↘
Doba obratu pohledávek	91,1	109,4	104,7	114,5	133,9	129,4	93,7	↘
Doba obratu závazku	42,7	59,4	39,7	43,2	33,9	41,4	26,9	↘

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Doba obratu všech položek by měla mít v čase klesající trend. Doba obratu aktiv se tomuto trendu vymyká z důvodu rostoucích aktiv a klesajících tržeb. Doba obratu pohledávek také v minulosti vykazovala rostoucí charakter, v posledních letech ovšem začal tento ukazatel klesat. Doba obratu závazků se ve sledovaném období pohybuje mezi hodnotami 26,9 až 59,4 a vykazuje stabilní, mírně klesající trend. V rámci obratu zásob došlo k nárůstu tohoto ukazatel pouze v roce 2011 a 2013. V těchto letech došlo k většímu objemu zakázek a společnost byla nucena udržovat vyšší zásoby. Pravidlo solventnosti nebylo za sledované období splněno v žádném roce.

Graf 3.17 Vývoj ukazatelů doby obratu 2009 - 2015



Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity značí obecnou schopnost podniku hradit své závazky a získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb. Vývoj těchto ukazatelů je zobrazen v následující tabulce.

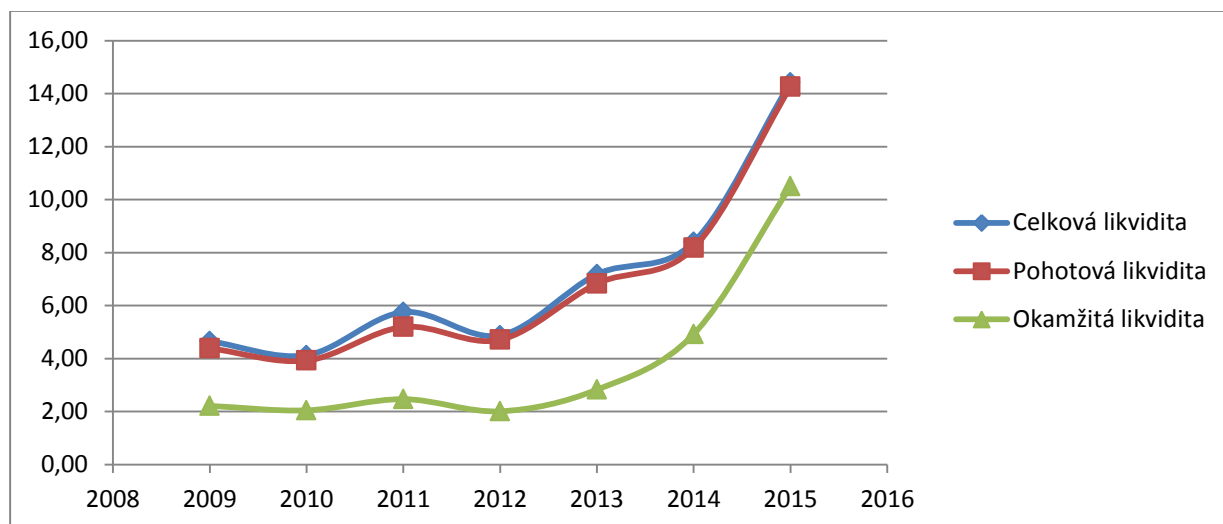
Tab. 3.14 Ukazatele likvidity 2009 - 2015

Ukazatele likvidity	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Celková likvidita	4,65	4,13	5,75	4,88	7,18	8,40	14,42
Pohotová likvidita	4,39	3,92	5,19	4,71	6,83	8,18	14,26
Okamžitá likvidita	2,21	2,05	2,47	2,01	2,83	4,92	10,50
ČPK (OA-kr. záv.) (v tis. Kč)	97022	123770	119182	144326	186810	208417	231614
Podíl pohledávek na OA	47%	46%	47%	55%	56%	39%	26%
Podíl zásob na OA	6%	5%	10%	3%	5%	3%	1%

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Vývoj v čase by měl u všech ukazatelů likvidity mít stabilní či rostoucí trend. Dále by měly tyto ukazatele dosahovat hodnot v určitých intervalech, které by měly být srovnány s obdobnými podniky v odvětví. Pro ukazatel celkové likvidity je tento interval dle MPO v rozmezí 1,5 až 2,5. Vypočtené hodnoty tento interval překračují. Vyšší hodnota tohoto ukazatele je způsobena nízkými závazky a poměrně vysokými oběžnými aktivy. Společnost je s touto likviditou spokojená a hodlá ji v budoucnu udržovat v obdobné hodnotě. I ostatní ukazatele likvidity překračují stanovené intervaly, ve kterých by se měly pohybovat. V tabulce je dále zaznamenán vývoj ČPK, podíl pohledávek na oběžných aktivech a podíl zásob na oběžných aktivech. Jak je možno pozorovat, v čase tyto ukazatele klesají.

Graf 3.18 Vývoj ukazatelů likvidity v čase 2009 - 2015



Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

V rámci ukazatelů finanční stability a zadluženosti je posuzována struktura vlastních a cizích zdrojů, jenž slouží k financování podnikových potřeb. Mezi nejdůležitější ukazatele této kategorie je možno zařadit ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech. Tento ukazatel posuzuje finanční samostatnost podniku. Během sledovaného období tento ukazatel vykazuje rostoucí trend. V roce 2009 dosahoval hodnoty 81 %, v roce 2015 pak v 93 %. Rostoucí trend tohoto ukazatele je pozitivní, ovšem neúměrně vysoká hodnota značí možný pokles výnosnosti vložených prostředků. Toto je způsobeno stále se zvyšujícím vlastním kapitálem, potažmo nerozdělením zisku z minulých let. Vývoj zobrazuje následující tabulka.

Tab. 3.15 Ukazatele zadluženosti a stability 2009 - 2015

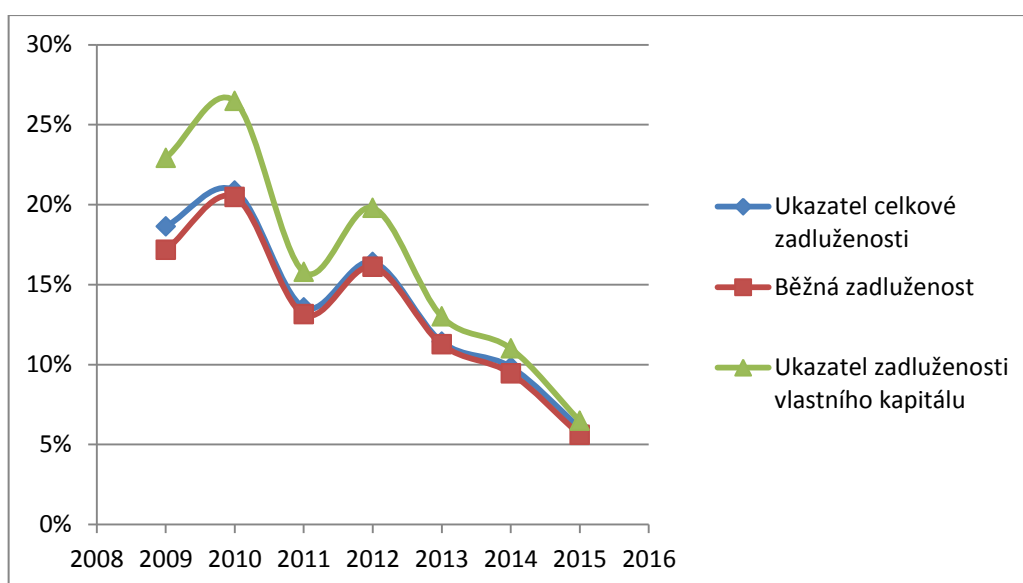
Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Trend
Podíl vlastního kapitálu na aktivech	81%	79%	86%	83%	88%	90%	93%	↗
Stupeň krytí stálých aktiv	409%	516%	356%	392%	462%	438%	492%	↗
Majetkový koeficient	1,23	1,27	1,16	1,21	1,14	1,12	1,07	↘
Ukazatel celkové zadluženosti	19%	21%	14%	16%	11%	10%	6%	↘
Úrokové zatížení	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	↘
Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu	23%	26%	16%	20%	13%	11%	6%	↘
Dlouhodobá zadluženost	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	↘
Běžná zadluženost	17%	20%	13%	16%	11%	9%	6%	↘

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Ukazatel stupně krytí stálých aktiv by měl dosahovat minimálně 100 %. Z tabulky vyplývá, že ve společnosti je dlouhodobý majetek kryt dlouhodobými zdroji. Majetkový koeficient neboli finanční páka znázorňuje optimální zadluženost. Dle hodnot v tabulce lze konstatovat, že poměr vlastního kapitálu na celkových aktivech je vysoký. V čase by tento ukazatel měl být stabilní, což dle vypočtených hodnot je.

Ukazatel celkové zadluženosti představuje podíl celkových dluhů k celkovým aktivům. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je riziko pro věřitele. Vypočtená hodnota ukazatele je poměrně nízká a v čase klesající, což je pozitivní vývoj. Společnost využívá jen malé množství cizích zdrojů. Společnost nemá žádné nákladové úroky, proto je ukazatel úrokového zatížení nulový. Zadluženost společnosti je velmi nízká a časem by bylo vhodné ji navýšit.

Graf 3.19 Vývoj ukazatelů zadluženosti v čase 2009 - 2015



Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Souhrnné modely

Pro posouzení finanční stability jsou v této práci využity následující souhrnné modely. V případě indexu IN05 je jeho výsledná hodnota po celé sledované období nad hodnotou 1,6, což vypovídá o finančním zdraví podniku.

Tab. 3.16 Index IN 05, 2009 až 2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva/cizí zdroje	5,37	4,79	7,37	6,09	8,76	10,15	16,52
EBIT/nákladové úroky	---	---	---	---	---	---	---
EBIT/aktiva	0,15	0,17	0,10	0,13	0,19	0,12	0,08
Tržby/ aktiva	1,48	1,27	1,23	1,37	1,21	0,86	0,81
OA/ kr. záv	4,65	4,13	5,75	4,88	7,18	8,40	14,42
Index IN05	2,04	1,94	2,15	2,05	2,80	2,71	3,93

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Díky poklesu krátkodobých závazků index v roce 2015 dokonce vzrostl.

Při použití Altmanova modelu je vypočteno *Z – Score*, které ve sledovaném období dosahuje poměrně pozitivních hodnot.

Tab. 3.17 Altmanův model, 2009 - 2015

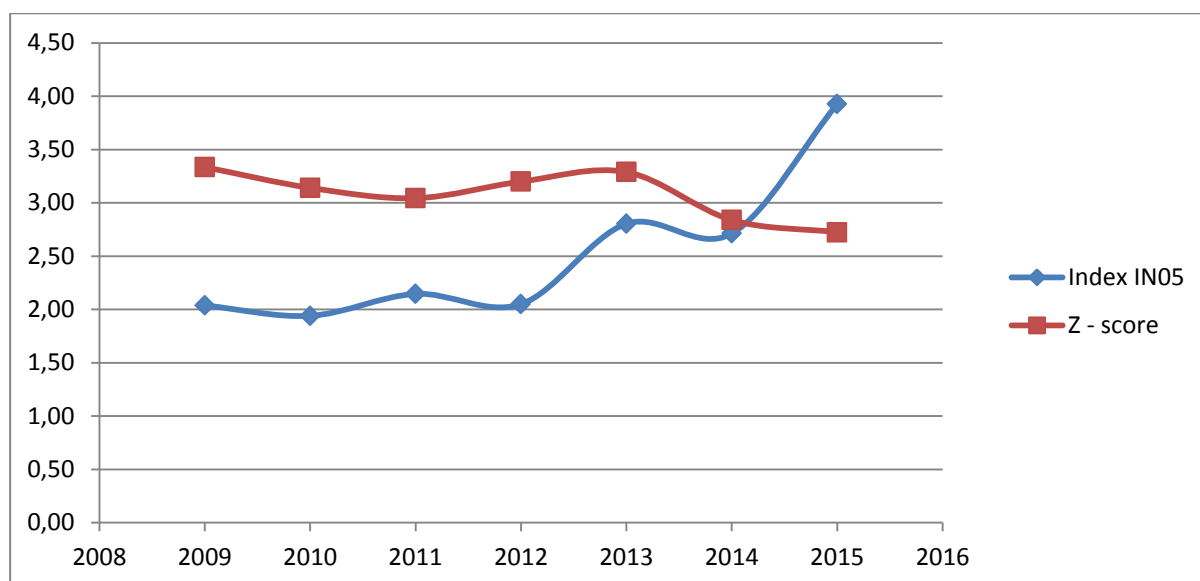
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pracovní kapitál/aktiva	0,63	0,64	0,62	0,62	0,70	0,70	0,75
Nerozdělený zisk/aktiva	0,68	0,64	0,79	0,72	0,72	0,78	0,85
EBIT/aktiva	0,15	0,17	0,10	0,13	0,19	0,12	0,08
Vlastní kapitál/dluhy	0,82	0,79	0,86	0,83	0,88	0,90	0,94
Tržby/aktiva	1,49	1,27	1,24	1,37	1,22	0,94	0,83
Z-score	3,33	3,14	3,04	3,20	3,29	2,84	2,72

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Výsledné hodnoty tohoto indexu se do roku 2013 pohybují nad hranicí 2,9, což vypovídá o dobré finanční situaci podniku. Od tohoto roku ukazatel mírně poklesl, ale pohybuje se v takzvané šedé zóně nevyhraněných výsledků. Nevypovídá tedy ani o dobré, ani o špatné finanční situaci.

Vývoj souhrnných ukazatelů je možné sledovat v následujícím grafu.

Graf 3.20 Vývoj souhrnných ukazatelů 2009 - 2015



Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Zhodnocení finanční analýzy

V rámci této práce je sledováno období vývoje firmy v letech 2009 až 2015. Z finanční analýzy vyplývá, že v oblasti pasiv společnost udržuje velké množství vlastního kapitálu. Tento je tvořen převážně z nerozděleného zisku minulých let. Většinu cizích zdrojů tvoří krátkodobé závazky, většinou pohledávky z obchodních vztahů. Aktiva podniku jsou tvořena převážně z oběžných aktiv. Toto rozdělení odpovídá hlavní činnosti podniku, který musí držet větší zásoby, aby mohl realizovat výrobu. Dále jsou oběžná aktiva tvořena krátkodobými pohledávkami, převážně pohledávkami z obchodních vztahů a krátkodobým finančním majetkem. Aktiva společnosti jsou financována převážně z vlastních zdrojů společnosti. Zadluženost společnosti se pohybuje přibližně okolo 16 % a nadále klesá. Tržby společnosti se pohybují v rámci plánovaného intervalu. V roce 2013 podnik dosáhl historicky nejvyšších tržeb. Po tomto nárůstu tržby klesly opět na průměrnou úroveň. Výsledek hospodaření za běžnou činnost byl také nejvyšší v roce 2013. Ukazatele rentability se zvyšovaly do roku 2013. Od tohoto roku všechny tyto ukazatele klesají. Pravidlo solventnosti je ve společnosti porušeno. Do budoucna by bylo potřeba zkrátit dobu obratu pohledávek. Ukazatele zadluženosti vypovídají o financování činnosti podniku vlastními zdroji, společnost nevyužívá dlouhodobé cizí zdroje ke svému podnikání.

Při posouzení celkové finanční situace podniku lze konstatovat, že podnik je schopen pokračovat ve své činnosti do budoucna. V minulosti tržby společnosti měly rostoucí charakter, pokles v posledních letech společnost přiřazuje zhoršené finanční situaci na straně odběratelů po finanční a hospodářské krizi. Pokles tržeb po roce 2013 je promítnut v celém odvětví, ve kterém se podnik pohybuje. Dle souhrnných modelů lze soudit, že společnost bude do budoucna schopná produkovat zisk, a proto lze využít výnosových metod pro ocenění podniku.

3.4 SWOT analýza

SWOT analýza vychází především finanční a strategické analýzy. Jejím cílem je popis silných a slabých stránek, hrozeb a příležitostí společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o. Silné a slabé stránky podniku společně s možnými příležitostmi a hrozbami jsou zaznamenány v následující tabulce.

Tab. 3.18 SWOT analýza

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> -dlouholeté zkušenosti - diverzifikace odběratelů v tuzemsku i v zahraničí -široká škála výrobních strojů - vlastní svařovací středisko - snižování zadluženosti - rostoucí podíl vlastního kapitálu na aktivech - klesající doba obratu závazků - zkušený tým zaměstnanců 	<ul style="list-style-type: none"> - nízká rentabilita - vysoký podíl financování vlastními zdroji - delší doba obratu pohledávek než závazků - nízké tempo růstu tržeb
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> - rozšíření výroby - technologické inovace - zvýšení reklamní činnosti - orientace na zahraniční trhy - investice do dalšího vzdělávání zaměstnanců 	<ul style="list-style-type: none"> - pokles zájmů odběratelů - vstup nového konkurenta - pokles makroekonomických ukazatelů - změna kurzu koruny - změna daňových sazeb - politické změny - změna cen vstupů

Zdroj: Vlastní zpracování

3.5 Rozdělení provozně potřebného a nepotřebného majetku

Pokud je to alespoň trochu možné, je před vytvořením finančního plánu nutno rozdělit aktiva oceňovaného podniku na provozně nutná a nenutná. Důvodem pro toto rozdělení je nízké využití těchto aktiv v podniku a nulové příjmy z nich plynoucí. Tato aktiva bývají díky nulovým příjmům také rizikovější. Toto rozdělení aktiv by mělo vycházet z interních informací daného podniku. Vzhledem k nedostatkům interních informací je v této práci postupováno podle obecných postupů.

Nejčastějším provozně nepotřebným majetkem bývají dlouhodobá finanční aktiva, která nesouvisí s hlavní činností podniku. Oceňovaný podnik tento majetek ve sledovaném období vlastní, proto musí být vyloučen. Dlouhodobý majetek provozně nutný v této práci obsahuje pouze dlouhodobý hmotný majetek. Dalším častým provozně nepotřebným aktivem jsou krátkodobé finanční prostředky a cenné papíry, které slouží v daném podniku jako rezerva. Vyloučena by tedy měla být ta část finančních prostředků, která přesahuje provozně nutnou část. Ve sledovaném období podnik vykazoval krátkodobé cenné papíry, které nebyly využívány k hlavní činnosti podniku, proto byly v plné výši vyřazeny jako provozně nepotřebné. V rámci kategorie peníze na bankovním účtu a hotovost byla určena maximální provozně nezbytná úroveň pomocí ukazatele okamžité likvidity. Obecně je doporučená maximální úroveň peněžních prostředků na běžném účtu a v hotovosti stanovena na 20 %. V této práci je stanovena tato hodnota jako průměrná okamžitá likvidita v odvětví NACE-CZ 25 na 25 %. Díky nedostatku interních informací je veškerý krátkodobý majetek považován za provozní, stejně jako časové rozlišení aktiv a pasiv.

Tab. 3.19 Provozně nutný investovaný kapitál

Položka (v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
+ Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0
+ Dlouhodobý hmotný majetek	30915	29715	31829	32829	32694	35639	37080
Dlouhodobý majetek provozně nutný	30915	29715	31829	32829	32694	35639	37080
+ Zásoby	7100	8045	13986	6235	10593	6076	2802
+ Pohledávky	57741	74344	68395	100536	121030	91802	64888
+ Provozně nutná výše peněz	6638	9896	6272	9308	7559	7043	4314
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení aktiv)	256	270	353	478	358	299	226
- Krátkodobé závazky	26554	39587	25088	37235	30236	28175	17256
- Ostatní pasiva (časové rozlišení pasiv)	101	558	879	1653	2095	1861	1464
Pracovní kapitál provozně nutný	45080	52410	63039	77669	107209	75184	53510
Investovaný kapitál provozně nutný	75995	82125	94868	110498	139903	110823	90590

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Po stanovení provozně nutných aktiv je potřeba vypočíst korigovaný provozní výsledek hospodaření. Tato úprava spočívá v úpravě výsledku hospodaření vyloučením nákladů a výnosů, které se vztahují k neprovoznímu majetku.

Z provozního výsledku hospodaření je vyloučen výsledek hospodaření z prodeje majetku a cenných papírů, jelikož tento výsledek hospodaření není spojen s hlavní činností podniku a nemá pravidelný charakter. Dále jsou z výsledku hospodaření vyjmuty odpisy, které jsou stanoveny až v plánu investic. Toto je možno sledovat v následující tabulce.

Tab. 3.20 Korigovaný výsledek hospodaření 2009 - 2015

Položka (tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	23518	32400	18401	29339	47886	39954	24179
Vyloučení VH z prodeje majetku	465	130	590	71	98	503	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	23053	32270	17811	29268	47788	39451	24179
KPVH bez odpisů	26518	35815	21442	32715	51874	43363	28740

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

3.6 Finanční plán

V této podkapitole je postupně vypracován finanční plán společnosti, ve kterém jsou predikovány hlavní položky, které ovlivňují hodnotu podniku. Finanční plán se skládá z plánované rozvahy, výkazu zisku a ztrát a výkazu o peněžních tocích. Délka plánu se obvykle pohybuje mezi 3 až 6 léty. V této práci je plán vypracován na 5 leté období 2016 až 2020, které se shoduje s délkou 1. fáze.

3.6.1 Plán generátorů hodnoty

V této části práce jsou naplánovány jednotlivé generátory hodnoty, které ovlivňují výsledné plány. Mezi tyto generátory patří plán tržeb, plán provozní ziskové marže, plán čistého pracovního kapitálu a plán investic. **Plán tržeb** je proveden již v rámci strategické analýzy, kde je stanoveno tempo růstu tržeb na 0,76 %. O tuto hodnotu se tržby po celé období každoročně zvyšují. Plánované tržby jsou zobrazeny v následující tabulce.

Tab. 3.21 Vývoj tržeb a provozní ziskové marže 2009 - 2015

Položka (v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby	244624	235252	316023	325282	255495	249213
Provozní zisková marže	14,6%	9,1%	10,4%	15,9%	17,0%	11,5%
KPVH (tis. Kč) před odpisy	35815	21442	32715	51874	43363	28740
Průměr PZM	13,1%					

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce je mimo vývoje tržeb možno pozorovat i vývoj **provozní ziskové marže**. Při jejím výpočtu je vycházeno z korigovaného výsledku hospodaření před započtením odpisů. Nejvyšší hodnoty dosahovala provozní zisková marže v roce 2014, naopak nejnižší v roce 2011 a to pouhých 9,1 %. V tomto roce byl také korigovaný výsledek hospodaření na své nejnižší úrovni. V následujících letech hodlá podnik udržovat hodnotu provozní ziskové marže na její průměrné hodnotě 13,1 %. Budoucí korigovaný výsledek hospodaření je dán násobkem plánovaných tržeb a průměrnou provozní ziskovou marží.

Tab. 3.22 Vývoj korigovaného výsledku hospodaření 2016 - 2020

Položka (v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby	251102	253006	254925	256858	258806
Provozní zisková marže	13,10 %	13,10 %	13,10 %	13,10 %	13,10 %
KPVH před odpisy	32894	33143	33395	33648	33903

Zdroj: Vlastní zpracování

V rámci plánu **čistého pracovního kapitálu** je vypracován plán zásob, pohledávek a krátkodobých neúročených závazků. V prvním kroku je nutno určit náročnost výkonů na jednotlivé položky pracovního kapitálu. Náročnost jednotlivých položek je určena pomocí ukazatele doby obratu. Tyto údaje jsou zobrazeny v následující tabulce.

Tab. 3.23 Doba obratu zásob, pohledávek a závazků 2010 - 2015

Položka (dny)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doba obratu zásob	11,84	21,40	7,10	11,72	8,56	4,05
materiálu	0,67	0,73	0,51	0,67	0,74	0,71
nedokončená výroba	11,16	20,67	6,59	8,69	5,52	3,34
Doba obratu kr. pohledávek	109,40	104,64	114,51	133,03	126,02	91,49
z obchodních vztahů	91,99	84,39	107,17	121,10	113,02	82,50
za společníky	16,71	17,72	0,48	0,00	0,00	0,00
stát - daňové pohledávky a dotace	0,00	2,57	0,00	0,00	11,01	8,88
poskytnuté zálohy	0,31	0,34	0,19	0,22	0,50	0,30
Dohadné účty aktivní	0,01	0,00	3,47	8,75	0,07	0,78
ostatní	0,62	1,02	4,67	4,62	2,97	0,16
Doba obratu krátkodobých závazků	58,26	38,39	42,42	33,46	39,70	24,93
z obchodních vztahů	30,03	24,38	13,62	11,90	28,72	11,00
závazky k zaměstnancům	2,92	3,76	3,29	3,10	4,88	4,87
závazky za SPZP	5,08	4,03	4,43	3,70	3,82	3,65
Krátkodobé přijaté zálohy	13,74	1,04	0,17	1,06	0,35	0,26
Dohadné účty pasivní	0,18	0,18	0,13	0,98	0,15	0,14
stát - daňové závazky a dotace	6,16	4,72	9,24	12,49	1,02	4,67
ostatní	0,15	0,28	0,14	0,23	0,76	0,34

Zdroj: Vlastní zpracování

Z následující tabulky lze vypožorovat, že doba obratu zásob pro následující období je naplánována na 10,8 dní. Tato hodnota je dána průměrem součtu doby obratu materiálu a doby obratu nedokončené výroby za období 2010 až 2015. V oblasti doby obratu krátkodobých pohledávek nejvyšší doby obratu ve dnech vykazují pohledávky z obchodních vztahů, jejichž hodnota je 100 dní. V této oblasti také v případě doby obratu daňových pohledávek a dotací není vycházeno z průměru doby obratu za období 2010 až 2015, ale pouze za období 2013 až 2015. Tato změna je způsobena nevyvážeností hodnot za celé sledované období. Důraz je zde dle společnosti kladen především na kratší časový úsek. Položku pohledávek za společníky podnik plánuje zanechat na nulové úrovni.

V oblasti doby obratu krátkodobých závazků dosahuje nejvyšší hodnoty položka závazků z obchodních vztahů a to 19,9 dní. Ukazatel krátkodobých přijatých záloh vykazuje rozdílné hodnoty ve sledovaném období. Společnost do budoucna plánuje držet tento ukazatel ve výši průměrů posledních 3 let. Hodnoty pro plánované období 2016 až 2020 je možno pozorovat v tabulce 3.21. Veškeré výše nezmiňované ukazatele vycházejí z průměru doby obratu za období 2010 až 2015.

Tab. 3.24 Plán doby obratu zásob, pohledávek a závazků 2016 - 2020

Položka (dny)	2016	2017	2018	2019	2020
Doba obratu zásob	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
materiálu	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
nedokončená výroba	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3
Doba obratu kr. pohledávek	113,2	113,2	113,2	113,2	113,2
z obchodních vztahů	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
za společníky	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
stát - daňové pohledávky a dotace	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
poskytnuté zálohy	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Dohadné účty aktivní	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
ostatní	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Doba obratu krátkodobých závazků	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4
z obchodních vztahů	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9
závazky k zaměstnancům	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
závazky za SPZP	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Krátkodobé přijaté zálohy	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Dohadné účty pasivní	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
stát - daňové závazky a dotace	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
ostatní	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Zdroj: Vlastní zpracování

V dalším kroku po naplánování doby obratu jednotlivých položek je potřeba dopočíst konečnou hodnotu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků.

Tab. 3.25 Plán zásob, krátkodobých pohledávek a závazků 2016 - 2020

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Zásoby	6974,31	7027,19	7080,48	7134,17	7188,27
materiál	468,26	471,81	475,39	478,99	482,63
nedokončená výroba	6506,05	6555,38	6605,09	6655,17	6705,64
Krátkodobé pohledávky	77764,86	78354,54	78948,69	79547,35	80150,55
z obchodních vztahů	69769,31	70298,36	70831,43	71368,53	71909,71
za společníky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
stát - daňové pohledávky a dotace	4624,43	4659,49	4694,83	4730,43	4766,30
poskytnuté zálohy	217,51	219,16	220,82	222,49	224,18
dohadné účty aktivní	1519,55	1531,07	1542,68	1554,38	1566,16
ostatní	1634,06	1646,46	1658,94	1671,52	1684,19
Krátkodobé závazky	24688,97	24858,84	25169,36	25370,82	25451,59
z obchodních vztahů	13909,25	14014,72	14120,99	14228,07	14335,96
závazky k zaměstnancům	2652,51	2672,63	2692,89	2713,31	2733,89
závazky za SPZP	2872,28	2894,06	2916,01	2938,12	2960,40
krátkodobé přijaté zálohy	377,90	363,42	488,19	502,50	394,69
dohadné účty pasivní	203,00	204,54	206,09	207,66	209,23
stát - daňové závazky a dotace	4452,47	4486,23	4520,25	4554,52	4589,06
ostatní	221,56	223,24	224,93	226,64	228,36

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota časového rozlišení aktiv a časového rozlišení pasiv je zachována dle posledního známého údaje z roku 2015.

Tab. 3.26 Plán časového rozlišení aktiv a pasiv 2016 - 2020

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Časové rozlišení aktiv	226	226	226	226	226
Časové rozlišení pasiv	1464	1464	1464	1464	1464

Zdroj: Vlastní zpracování

Při **plánování investic** je díky nedostatku interních firemních informací při výpočtu využito koeficientu růstu tržeb na netto investice. Stav dlouhodobého hmotného majetku a odpisů z období 2010 až 2015 je společně s výší investic brutto a netto zobrazen v následující tabulce.

Tab. 3.27 Plán investic

Položka (v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stav DHM	29715	31829	32829	32694	35639	37080
Odpisy		3803	4073	4201	4184	4561
Investice netto		2114	1000	-135	2945	1441
Investice brutto		5917	5073	4066	7129	6002
Celkový přírůstek tržeb 2010-2015	4589					
Investiční náročnost růstu tržeb 2010-2015	5,50 %					

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky je patrné, že společnost v průběhu období své investice postupně navyšovala. Celkový přírůstek investic za sledované období je 4589 tis. Kč. Koeficient investiční náročnosti růstu tržeb za sledované období činí 5,50 %. Součinem koeficientu a přírůstku tržeb pro následující období lze odhadovat výši netto investic do budoucna. Odhad netto investic do budoucna tedy činí 528 tis. Kč na každý plánovaný rok. Odpisy pro plánované období jsou odhadnuty dle průměru za předchozí období, tedy 12,32 %. Výši investic brutto, netto, odpisů a stavu dlouhodobého hmotného majetku je zobrazeno v následující tabulce.

Tab. 3.28 Plán investic 2016-2020

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Netto investice	528	528	528	528	528
Stav DM na konci roku	37 608	38 135	38 663	39 190	39 718
Odpisy	451 291	457 623	463 954	470 286	476 617
Brutto investice	451 819	458 151	464 482	470 814	477 145

Zdroj: Vlastní zpracování

Společnost hodlá investovat především do obnovy a rozšíření výrobních strojů, popřípadě do revitalizace správní budovy. Další investice hodlá firma provádět v oblasti výpočetní techniky a vozového parku.

3.6.2 Plán výkazu zisku a ztrát

Plán výkazu zisku a ztrát je vytvořen pro období 2016 až 2020. Plány tržeb a korigovaného výsledku hospodaření bez odpisu nákladových úroků a daní jsou převzaty z plánů tržeb a provozní ziskové marže. Hodnota odpisů je převzatá z plánu investic. Nákladové úroky jsou plánovány v nulové výši, jelikož společnost v posledních letech rapidně omezila úročené cizí zdroje a tuto hodnotu plánuje ponechat i v budoucnu. Ostatní položky jsou vypočteny jako součin průměrného podílu na tržbách za minulá období a plánovaných tržeb. Zkrácený plán výkazu zisku a ztrát lze pozorovat v následující tabulce.

Výkonová spotřeba dosahovala v průměru za sledované období 50,61 % z tržeb. V rámci výkonové spotřeby dosahovaly náklady na spotřebu materiálu a energie 46,3 % a náklady na služby 53,7 %, proto i v následujícím období je plánováno ponechat stejné procento. Obdobným způsobem jsou plánovány i osobní náklady, které ve sledovaném období dosahovaly průměrně 31,9 %, z toho 72,1 % zaujímaly náklady mzdové, které jsou v čase rostoucí z důvodu přijímání nových zaměstnanců v závislosti na zvyšování výroby nebo zvyšování základní mzdy zaměstnanců. Náklady na sociální a zdravotní pojištění tvoří v průměru 23,1 % a sociální náklady 4,8 % z osobních nákladů. Ostatní provozní náklady jsou dopočteny z korigovaného výsledku hospodaření. Jelikož v současnosti vláda neuvažuje o zvýšení daně z příjmů právnických osob, je tato daň plánována dle dnešní sazby na 19 %.

Tab. 3.29 Plánovaný výkaz zisku a ztrát

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby	251102,8	253006,8	254925,4	256858,4	258806,1
Výkonová spotřeba	127073,2	128036,8	129007,7	129985,9	130971,6
Spotřeba materiálů a energie	58897,4	59344,0	59794,0	60247,4	60704,2
Služby	68175,8	68692,7	69213,6	69738,5	70267,3
Osobní náklady	80255,0	80863,6	81476,7	82094,6	82717,1
Mzdové náklady	57864,9	58303,7	58745,8	59191,3	59640,1
Náklady na SP ZP	18535,6	18676,1	18817,8	18960,4	19104,2
Sociální náklady	3854,4	3883,6	3913,1	3942,8	3972,7
Odpisy DHNM	4 635	4 700	4 765	4 830	4 895
Ostatní provozní náklady	6244,9	6262,4	6280,5	6299,2	6318,6
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Daň z příjmů za běžnou činnost	6249,9	6297,3	6345,0	6393,2	6441,6
EBIT	32894,4	33143,8	33395,2	33648,4	33903,6
VH za účetní období - daň	26644,5	26846,5	27050,1	27255,2	27461,9
EBT	32894,4	33143,8	33395,2	33648,4	33903,6

Zdroj: Vlastní zpracování

3.6.3 Plán výkazu cash – flow

Zjednodušený plánovaný výkaz peněžních toků je sestaven na období 2016 až 2020. Tento plán zobrazuje rozdíl příjmů a výdajů peněžních prostředků za dané období a je vyobrazen v následující tabulce.

Tab. 3.30 Plánovaný výkaz cash - flow 2016 - 2020

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Počáteční stav PP	181180	196126,7	221972,9	248158,5	274435,3
Korigovaný výsledek hospodaření po dani	26644,5	26846,5	27050,1	27255,2	27461,9
Diference na dani	0	0	0	0	0
Odpisy	4635,0	4700,0	4765,1	4830,1	4895,1
Změna stavu zásob	-4172,1	-52,8	-53,2	-53,6	-54,0
Změna stavu pohledávek z obch. vztahů	-13441,3	-529,0	-533,0	-537,1	-541,1
Změna stavu pohledávek za společníky	0	0	0	0	0
Změna stavu daňových pohledávek a dotací	1522,5	-35,0	-35,3	-35,6	-35,8
Změna stavu dohadných účtů aktivních	-977,5	-11,5	-11,6	-11,6	-11,7
Změna stavu poskytnutých záloh	-10,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
Změna stavu ostatních pohledávek	-1524,0	-12,3	-12,4	-12,5	-12,6
Změna stavu závazků z obch. vztahů	6295,2	105,4	106,2	107,0	107,8
Změna stavu závazků k zaměstnancům	-719,4	20,1	20,2	20,4	20,5
Změna stavu závazků ze SPZP	344,2	21,7	21,9	22,1	22,2
Změna stavu daňových závazků a dotací	1218,4	33,7	34,0	34,2	34,5
Změna stavu krátkodobých přijatých záloh	200,8	-14,4	124,7	14,3	-107,8
Změna stavu dohadných účtů pasivních	105,0	1,5	1,5	1,5	1,5
Změna stavu ostatních závazků	-11,4	1,6	1,6	1,7	1,7
Platba nákladových úroků	0	0	0	0	0
CF z provozní činnosti	20109,3	31073,9	31478,3	31634,5	31781,5
CF z investiční činnosti (brutto)	-5162,6	-5227,7	-5292,7	-5357,7	-5422,8
Podíly na zisku	0	0	0	0	0
Splátky úvěrů	0	0	0	0	0
Nová přijetí	0	0	0	0	0
CF z finanční činnosti	0	0	0	0	0
Celkový peněžní tok	14946,7	25846,2	26185,5	26276,7	26358,7
Konečný stav peněžních prostředků	196126,7	221972,9	248158,5	274435,3	300794

Zdroj: Vlastní zpracování

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je převzat z plánu provozní ziskové marže a následně zdaněn sazbou 19 %. Odpisy jsou převzaty z plánu investic vypracovaného v rámci generátorů hodnoty. Položky změny stavu pohledávek, závazků a zásob jsou vypočteny z plánu čistého pracovního kapitálu. Položka platby nákladových úroků je nulová díky neexistenci bankovních úvěrů v rámci podniku. Peněžní tok z investiční činnosti je vypočten z brutto investic uvedených v plánu investic. Vzhledem k neúplnosti firemních údajů pro finanční investice v následujících letech je peněžní tok z finanční činnosti nulový a dlouhodobý finanční majetek společnosti je plánován na stejnou hodnotu jako v posledním roce sledovaného období. Společnost také neplánuje žádné přijetí nových úvěrů v rámci plánovaného období.

3.6.4 Plán rozvahy

Plánovaná zkrácená verze rozvahy je sestavena na období 2016 až 2020. Dlouhodobý hmotný majetek je převzat z plánu investic. Dlouhodobý finanční majetek a dlouhodobé pohledávky jsou plánovány, díky nedostatkům interních informací, ve výši posledního roku. Tato položka je zvýrazněna, jelikož je vyloučena z provozně nutného majetku. Plán zásob a krátkodobých pohledávek vychází v plánu čistého pracovního kapitálu. Krátkodobý finanční majetek je rozdělen na provozně potřebný a nepotřebný. Provozně potřebný majetek je dán ve výši 25 % z hodnoty krátkodobých závazků. Toto procento je určeno průměrem tohoto ukazatele v daném odvětví. Plán aktiv je zobrazen v následující tabulce.

Tab. 3.31 Plán aktiv 2016 - 2020

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Aktiva celkem	342007	369023	396384	423841	451385
Dlouhodobý hmotný majetek	37608	38135	38663	39190	39718
<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>21754</i>	<i>21754</i>	<i>21754</i>	<i>21754</i>	<i>21754</i>
Zásoby	6974	7027	7080	7134	7188
Materiál	468	472	475	479	483
Nedokončená výroba	6506	6555	6605	6655	6706
Dlouhodobé pohledávky	1554	1554	1554	1554	1554
Krátkodobé pohledávky	77765	78355	78949	79547	80151
Z obchodních vztahů	69769	70298	70831	71369	71910
Za společníky	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky a dotace	4624	4659	4695	4730	4766
Poskytnuté zálohy	218	219	221	222	224
Dohadné účty aktivní	1520	1531	1543	1554	1566
Ostatní	1634	1646	1659	1672	1684
Krátkodobý finanční majetek	196127	221973	248159	274435	300794
Provozně potřebný	6172	6215	6292	6343	6363
<i>Provozně nepotřebný</i>	<i>189954</i>	<i>215758</i>	<i>241866</i>	<i>268093</i>	<i>294431</i>
Časové rozlišení aktiv	226	226	226	226	226

Zdroj: Vlastní zpracování

V oblasti pasiv je vlastní kapitál dán součtem jeho dílčích položek. Základní kapitál, kapitálové fondy i rezervní fondy jsou ponechány na úrovni roku 2015 a společnost neplánuje tyto položky v rámci plánovaného období měnit. Výsledek hospodaření minulých let je plánován kumulací nerozdělených zisků. Výsledek hospodaření běžného období je převzat z plánu výkazu zisku a ztrát. Cizí kapitál je dán součtem dílčích položek. Rezervy jsou ponechány na nulové úrovni. Společnost tyto rezervy nevytváří již několik let a v tomto trendu bude pokračovat i v rámci plánu. Hodnota dlouhodobých závazků je díky nedostatkům

interních informací plánována v hodnotě z roku 2015. Hodnoty krátkodobých závazků jsou převzaty z plánů čistého pracovního kapitálu. Bankovní úvěry a výpomoci jsou nulové. Plán pasiv je vyobrazen v následující tabulce.

Z tabulek vyplývá, že uvedený finanční plán je vybilancovaný, což je dokázáno rovností aktiv a pasiv.

Tab. 3.32 Plán pasiv 2016 - 2020

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Pasiva celkem	342007	369023	396384	423841	451385
Vlastní kapitál	314473	341319	368369	395624	423086
Základní kapitál	1000	1000	1000	1000	1000
Kapitálové fondy	5773	5773	5773	5773	5773
Rezervní fond a fondy ze zisku	100	100	100	100	100
Výsledek hospodaření minulých let	280955	307600	334446	361496	388751
VH běžného účetního období	26645	26847	27050	27255	27462
Cizí kapitál	27534	27704	28014	28216	28297
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	1381	1381	1381	1381	1381
Krátkodobé závazky	24689	24859	25169	25371	25452
Závazky z obchodních vztahů	13909	14015	14121	14228	14336
Závazky k zaměstnancům	2653	2673	2693	2713	2734
Závazky ze SPZP	2872	2894	2916	2938	2960
Stát - daňové závazky a dotace	4452	4486	4520	4555	4589
Kr. přijaté zálohy	378	363	488	502	395
Dohadné účty pasivní	203	205	206	208	209
Ostatní	222	223	225	227	228
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry krátkodobé	0	0	0	0	0
Časové rozlišení pasiv	1464	1464	1464	1464	1464

Zdroj: Vlastní zpracování

4 Aplikace a komparace vybraných metod ocenění podniku

V této kapitole jsou postupně stanoveny náklady na kapitál, výpočet čistých operačních aktiv a čistého operačního zisku po zdanění. V druhé části kapitoly je provedeno ocenění společnosti pomocí metod *DCF – Entity*, *EVA – Entity* a stanovena účetní hodnota podniku na bázi historických cen. Na závěr kapitoly je provedena komparace výsledků všech použitých metod ocenění a stanovena hodnota podniku.

4.1 Náklady na kapitál

Před provedením samotného ocenění je nutno stanovit náklady na kapitál. Pro výpočet těchto nákladů je využita stavebnicová metoda.

Tato metoda stanovení nákladů na kapitál je převážně využívána v ekonomikách s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. Česká ekonomika, ve které se společnost Technomont, Frýdek – Místek, s.r.o. pohybuje, tyto předpoklady splňuje. Výpočet nákladů na vlastní kapitál spočívá v součtu výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií.

Nejprve je nutno stanovit výnosnost bezrizikového aktiva. Pro první fázi je bezriziková úroková míra stanovena dle splatnosti desetiletého státního dluhopisu ST. DLUHOP. 2,50/28, jehož výnosnost do doby splatnosti činí 1,2 %. Pro druhou fázi je bezriziková úroková míra stanovena dle státního dluhopisu ST. DLUHOP. 4,85/57, jehož výnos do splatnosti činí 2,396 %. Výnosnosti bezrizikového aktiva pro jednotlivé fáze jsou zachyceny v následující tabulce.

Tab. 4.1 Výnosnost bezrizikového aktiva

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Bezriziková úroková míra (R_f)	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	2,396%

Zdroj: www.patria.cz

V dalším kroku je potřeba stanovit velikost jednotlivých rizikových přírážek. **Riziková přírážka charakterizující produkční sílu** porovnává ukazatel rentability aktiv s ukazatelem X1. Vstupní údaje a jednotlivé propočty jsou uvedeny v tabulce 4.2.

Tab. 4.2 Stanovení rizikové přírážky charakterizující produkční sílu

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT (tis.Kč)	32894	33143	33395	33648	33903	33903
Úplatné zdroje	314473	341319	368369	395624	423086	423086
Aktiva (tis.Kč)	342007	369024	396385	423841	451385	451385
Úroková míra	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%
X1	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%
Rentabilita aktiv (EBIT/A)	9,6%	9,0%	8,4%	7,9%	7,5%	7,5%
R_{podnikatelské}	3,91%	3,91%	3,91%	3,91%	3,91%	3,91%

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota *EBIT* je pro období 1. fáze přejata z plánu výkazu zisku a ztrát. Pro rok 2021, tedy druhou fázi, není plán vytvořen a hodnota je převzata z roku 2020. Obdobně jsou určeny hodnoty pro jednotlivé roky v rámci úplatných zdrojů. Úplatné zdroje jsou tvořeny součtem plánované hodnoty vlastního kapitálu a hodnoty bankovních úvěrů a výpomocí. Pro rok 2021 je tato hodnota stanovena dle roku 2020. Položka aktiv je stanovena obdobným způsobem, převzata z plánu rozvahy. Díky nulovému úročenému cizímu kapitálu je hodnota úrokové míry 0 %. Hodnota ukazatele X1 je vypočtena dle vzorce (2.29). Jelikož je hodnota ukazatele za celé sledované období nižší než hodnota ukazatele rentability aktiv, je výsledná velikost rizikové přírážky charakterizující produkční sílu rovna velikosti průměrné minimální hodnoty rizikové přírážky doporučené Ministerstvem průmyslu a obchodu pro dané odvětví CZ-NACE 25 za období 2010 – 2015. Tato hodnota je stanovena na 3,91 %.

Při stanovení **rizikové přírážky charakterizující velikost podniku** je rozhodující hodnota úplatných zdrojů. Jelikož se hodnota úplatných zdrojů pohybuje v rozmezí 0,1 až 3 mld. Kč, je hodnota přírážky dána vzorcem (2.28). Výsledná riziková přírážka a velikost úplatných zdrojů je zobrazena v následující tabulce.

Tab. 4.3 Riziková přírážka charakterizující velikost podniku

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Úplatné zdroje v mld. Kč	0,314	0,341	0,368	0,396	0,423	0,423
R_{LA}	4,29%	4,20%	4,12%	4,03%	3,95%	3,95%

Zdroj: Vlastní zpracování

Při stanovení **rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity** je vycházeno z ukazatele celkové likvidity. Vstupní údaje potřebné pro výpočet likvidity a výslednou hodnotu přírážky jsou zachyceny v následující tabulce.

Tab. 4.4 Stanovení rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Oběžná aktiva	282420	308909	335742	362671	389687	389687
Krátkodobé závazky	24689	24859	25169	25371	25452	25452
Celková likvidita	11,4	12,4	13,3	14,3	15,3	15,3
XL1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
XL2	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
$R_{finstab}$	0	0	0	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování

Ukazatel celkové likvidity je následně porovnáván s mezními hodnotami XL1 a XL2. Jelikož je hodnota ukazatele vyšší než hodnota ukazatele XL2, je výsledná riziková přírážka rovna 0.

Po stanovení jednotlivých rizikových přírážek je možno **vypočíst hodnotu nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy**. Tuto hodnotu lze zjistit součtem jednotlivých rizikových přírážek a bezrizikové sazby. Jednotlivé položky jsou zaznamenány v tabulce 4.5.

Tab. 4.5 Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
R_F	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	2,40%
$R_{podnikatelské}$	3,91%	3,91%	3,91%	3,91%	3,91%	3,91%
R_{LA}	4,29%	4,20%	4,12%	4,03%	3,95%	3,95%
$R_{finstab}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$WACC_U$	9,40%	9,31%	9,23%	9,14%	9,06%	10,25%

Zdroj: Vlastní zpracování

Jelikož v rámci této práce je oceňována nezadlužená společnost, rovná se hodnota nákladu na celkový kapitál hodnotě nákladů na vlastní kapitál. Toto lze pozorovat z následující tabulky, kde jsou náklady na vlastní kapitál přepočítány dle vzorce (2.26).

Tab. 4.6 Výpočet nákladu vlastního kapitálu

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
$WACC_U$	9,40%	9,31%	9,23%	9,14%	9,06%	10,25%
Úplatné zdroje	314473	341319	368369	395624	423086	423086
Čistý zisk	26644,51	26846,55	27050,13	27255,25	27461,92	27461,92
Aktiva	342007,49	369023,9	396384,6	423841,3	451385	451385
Hrubý zisk	32894,46	33143,89	33395,22	33648,45	33903,6	33903,6
Úroková míra	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vlastní kapitál	314473	341319	368369	395624	423086	423086
R_E	9,40%	9,31%	9,23%	9,14%	9,06%	10,25%

Zdroj: Vlastní zpracování

4.2 Výpočet NOA a určení NOPAT

Pro výpočet hodnoty podniku jsou v této práci využity metoda *DCF – entity* a metoda *EVA – entity*. Pro výpočet těmito metodami je potřeba vycházet především ze stejných nákladů na kapitál. Problém může ovšem nastat i v případě rozdílného zisku a provozně nutného investovaného kapitálu. Proto je obecně doporučováno nejprve vypočítat čistá operační aktiva *NOA*, které odpovídají hodnotě investovaného kapitálu. Dále je potřeba upravit výši provozního zisku na úroveň čistého operačního zisku po zdanění neboli *NOPAT*.

Výpočet čistých operačních aktiv spočívá v součtu provozního dlouhodobého majetku a čistého pracovního kapitálu v provozně nutném rozsahu. Vstupní data pro výpočet jsou čerpána z plánované rozvahy pro léta 2016 až 2020 a rozvahy z roku 2015. Z rozvahy jsou vyčleněny položky provozně nepotřebných aktiv. Oběžná aktiva jsou snížena o hodnotu závazků, u kterých nelze zjistit náklady. Po odečtení tohoto krátkodobého neúročeného kapitálu je zjištěna velikost čistého pracovního kapitálu. Po přičtení hodnoty časového rozlišení aktiv a odečtení časového rozlišení pasiv lze vyčíslit celkovou hodnotu *NOA*. Toto je zaznamenáno v tabulce 4.7.

Tab. 4.7 Výpočet čistých operačních aktiv - NOA

Položka provozně potřebná (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dlouhodobý majetek	37080	37608	38135	38663	39190	39718
Zásoby	2802	6974	7027	7080	7134	7188
Pohledávky	64888	79318	79908	80502	81101	81704
Krátkodobý finanční majetek	4314	6172	6215	6292	6343	6363
Časové rozlišení aktiv	226	226	226	226	226	226
Krátkodobé neúročené závazky	17256	24688	24858	25169	25370	25451
Časové rozlišení pasiv	1464	1464	1464	1464	1464	1464
Čistý pracovní kapitál	53510	66538	67053	67468	67969	68566
NOA	90590	104146	105188	106131	107159	108284

Zdroj: Vlastní zpracování

V dalších krocích lze *NOA* upravit o finanční leasing nebo goodwill. Tyto položky ovšem oceňovaná společnost nevykazuje, t tento postup tedy nebude v práci využit.

Při určení operačního výsledku hospodaření *NOPAT* lze vycházet z korigovaného výsledku hospodaření před odečtením odpisů za minulá období. Po vypočtení průměrné ziskové marže lze naplánovat korigovaný provozní výsledek hospodaření na následující období. Po započítání odpisů a odečtením daně ve výši 19 % je zjištěna výsledná hodnota. Tato hodnota odpovídá *NOPAT*, protože při výpočtu *NOA* nedochází k žádným mimořádným

úpravám. Díky absenci nákladových úroků je hodnota *NOPAT* rovna hodnotě *EBIT*. Výpočet je zaznamenán v následující tabulce.

Tab. 4.8 Plán NOPAT

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	32894,4	33143,8	33395,2	33648,4	33903,6
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%
Daň připadající na korigovaný provozní VH	6249,9	6297,3	6345,0	6393,2	6441,6
NOPAT	26644,5	26846,5	27050,1	27255,2	27461,9

Zdroj: Vlastní zpracování

4.3 Ocenění metodou DCF – entity

První metoda, podle které je podnik v této práci oceňován, je metoda *DCF – Entity*. Jedná se o jednu z nejvýznamnějších metod ocenění. Pro výpočet touto metodou je podstatné určit volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele.

Ocenění daného podniku je sestaveno ke dni 1. 1. 2016. Výpočet je zaznamenán v tabulce 4.9. Pro výpočet pomocí této metody je předpoklad doby trvání podniku do nekonečna, což je ověřeno provedením finanční analýzy v předchozí kapitole. Vývoj podniku je rozdělen do dvou fází, přičemž první fáze trvá od roku 2016 do roku 2020. Druhá fáze pak plynule navazuje na první a trvá od roku 2021 do nekonečna. Pro období druhé fáze neexistuje plán, proto je velikost odpisů, čistého pracovního kapitálu i *NOPAT* vypočtena dle tempa růstu 1,7 %. Tempo růstu je zpravidla odvozováno od prognózovaného tempa růstu hrubého domácího produktu. Společnost Deloitte vydala v roce 2016 studii, ve které uvádí prognózu tempa růstu HDP na období 2016 – 2020 na 1,7%. Toto tempo růstu je dále využito pro následující výpočty.

Výpočet volných peněžních toků *FCFF* je proveden pomocí vzorce (2.5). Tyto peněžní toky jsou následně diskontovány pomocí nákladů na celkový kapitál *WACC*, vypočtených v předcházející podkapitole. Součet *FCFF* za rok 2016 až 2020 udává současnou hodnotu podniku pro první fázi. Pro výpočet současné hodnoty pro druhou fázi je nejprve nutno vypočíst pokračující hodnotu. Následně pak současnou hodnotu pro druhou fázi. Všechny tyto hodnoty jsou zaznamenány v následující tabulce.

Tab. 4.9 Ocenění pomocí metody DCF – Entity

	1. fáze					2. fáze
Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi	32894	33143	33395	33648	33903	3447
- Upravená daň z příjmů	6249	6297	6345	6393	6441	6551
= Korigovaný provozní výsledek po daních	26644	26846	27050	27255	27461	27928
+ Odpisy	4 635	4 700	4 765	4 830	4 895	4 978
= Předběžný peněžní tok z provozu	31 280	31 547	31 815	32 085	32 357	32 907
- Investice do upraveného pracovního kapitálu	13556	515	414	501	596	1186
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (brutto)	5 163	5 228	5 293	5 358	5 423	5 654
= Volný peněžní tok (FCFF)	12 561	25 804	26 108	26 226	26 338	26 067
WACC	9,40%	9,31%	9,23%	9,14%	9,06%	10,2%
Odúročitel	0,91	0,84	0,77	0,70	0,65	---
Diskontované FCFF	11481	21593	20033	18481	17070	---
Současná hodnota 1. Fáze	88660					
Tempo růstu	1,70%					
Pokračující hodnota (PH)	304734					
Současná hodnota 2. Fáze	197513					
Hodnota podniku brutto (provozní)	286173					
- Hodnota úročeného cizího kapitálu	0					
= Hodnota vlastního kapitálu (provozní)	286173					
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná ke dni ocenění	21754					
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku	307927					

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota podniku brutto je pak dána součtem současných hodnot pro první i druhou fázi. Tuto hodnotu je následně nutno upravit o hodnotu úročeného cizího kapitálu a hodnotu aktiv, která nejsou provozně nutná. Výsledná hodnota podniku za pomoci metody *DCF – entity* činí **307 927** tis. Kč.

4.3.1 Analýza citlivosti hodnoty podniku dle DCF – Entity

Po stanovení hodnoty podniku je nutno provést citlivostní analýzu, pomocí které může být zkoumáno, jak působí změna vstupních parametrů na výslednou hodnotu podniku. Nejdůležitějšími vstupními parametry při oceňování metodou *DCF – Entity* jsou odpisy, NOPAT, změna čistého pracovního kapitálu a brutto investice. Dále mohou výslednou hodnotu ovlivnit také celkové náklady kapitálu a tempo růstu pro druhou fázi. Citlivostní analýza je aplikována na změnu netto hodnoty podniku.

V následujících tabulkách je znázorněna hodnota podniku, vypočtena dle vzorce (2.17), při změně vstupních údajů o parametr $\alpha \pm 1\%$, $\alpha \pm 2\%$, $\alpha \pm 3\%$, $\alpha \pm 4\%$, $\alpha \pm 5\%$ ve srovnání s její původní výši za jinak neměnných podmínek. V tabulkách je také znázorněna relativní změna hodnoty podniku.

Tab. 4.10 Vliv změny brutto investic, odpisů a změny ČPK na výslednou hodnotu netto podniku

(v tis. Kč)	Brutto investice		Odpisy		Změna ČPK	
Alfa	Netto hodnota podniku	Relativní změna	Netto hodnota podniku	Relativní změna	Netto hodnota podniku	Relativní změna
5%	304763	-1,03%	310733	0,91%	306783	-0,37%
4%	305396	-0,82%	310172	0,73%	307012	-0,30%
3%	306029	-0,62%	309611	0,55%	307241	-0,22%
2%	306661	-0,41%	309050	0,36%	307470	-0,15%
1%	307294	-0,21%	308488	0,18%	307698	-0,07%
0%	307927	0,00%	307927	0,00%	307927	0,00%
-1%	308560	0,21%	307366	-0,18%	308156	0,07%
-2%	309193	0,41%	306805	-0,36%	308385	0,15%
-3%	309826	0,62%	306243	-0,55%	308613	0,22%
-4%	310458	0,82%	305682	-0,73%	308842	0,30%
-5%	311091	1,03%	305121	-0,91%	309071	0,37%

Zdroj: Vlastní zpracování

V Tab. 4.10 je možno pozorovat změny netto hodnoty podniku v závislosti na změnu brutto investic, odpisů a změny ČPK. Z uvedeného je patrné, že největší změnu hodnoty způsobuje změna brutto investic. Mezi hodnotou brutto investic a celkovou hodnotou podniku existuje inverzní vztah. Při nárůstu investic o 5 % je možno pozorovat změnu hodnoty podniku o -1,03 %, hodnota podniku bude tedy činit 304763 tis. Kč. V případě, že by tato položka poklesla o 5 %, bude hodnota podniku činit 311091 tis. Kč.

V případě nárůstu odpisů o 5 % dojde k nárůstu hodnoty podniku relativně o 0,91 %, tedy na hodnotu 310733 tis. Kč. Snížením hodnoty odpisu o stejné procento by celková hodnota podniku činila pouze 305121 tis. Kč.

Stejně jako u položky brutto investic i u položky změny čistého pracovního kapitálu existuje inverzní vztah mezi hodnotou podniku a touto položkou. Při snížení odpisů o 5 % dojde k nárůstu hodnoty podniku o 0,37 %, tedy na hodnotu 309071 tis. Kč. K poklesu hodnoty podniku na 306783 tis. Kč dojde při zvýšení odpisů o 5 %.

Tab. 4.11 Vliv změny NOPAT, WACC a tempa růstu na výslednou brutto hodnotu podniku

(v tis. Kč)	NOPAT		WACC		Tempo růstu g	
Alfa	Netto hodnota podniku	Relativní změna	Netto hodnota podniku	Relativní změna	Netto hodnota podniku	Relativní změna
5%	309145	0,40%	291796	-5,24%	309909	0,64%
4%	308901	0,32%	294875	-4,24%	309510	0,51%
3%	308658	0,24%	298026	-3,22%	309112	0,38%
2%	308414	0,16%	301249	-2,17%	308715	0,26%
1%	308171	0,08%	304549	-1,10%	308320	0,13%
0%	307927	0,00%	307927	0,00%	307927	0,00%
-1%	307684	-0,08%	311387	1,12%	307535	-0,13%
-2%	307440	-0,16%	314931	2,27%	307145	-0,25%
-3%	307196	-0,24%	318562	3,45%	306756	-0,38%
-4%	306953	-0,32%	322285	4,66%	306369	-0,51%
-5%	306709	-0,40%	326101	5,90%	305984	-0,63%

Zdroj: Vlastní zpracování

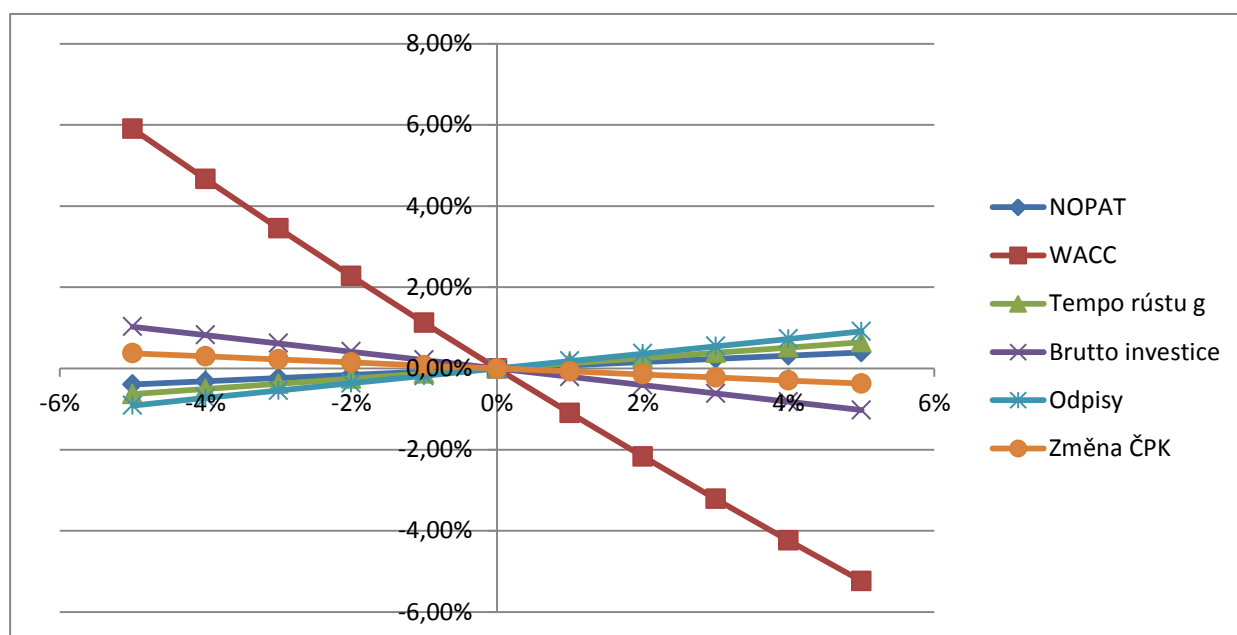
V tab. 4.11 je zaznamenán vliv čistého operačního zisku *NOPAT*, nákladů na vlastní kapitál *WACC* a tempa růstu *g* na netto hodnotu podniku. Nejvyšší změnu hodnoty podniku způsobí případná změna *WACC*. Při změně průměrných nákladů na kapitál o 5 % dojde ke změně hodnoty podniku o -5,24 %. Jak lze pozorovat, hodnota *WACC* a hodnota podniku zaujímají inverzní vztah. Hodnota podniku vzroste v případě snížení parametru *WACC*. Při poklesu o 5 % vzroste hodnota podniku na 326101 tis. Kč.

. Při růstu čistého operačního zisku o 5 % dojde ke změně výsledné hodnoty na 309145 tis. Kč, v relativním vyjádření o 0,40 %. Naopak při snížení této hodnoty o 5 % dojde k poklesu výsledné hodnoty na 306709 tis. Kč.

Posledním sledovaným faktorem je tempo růstu g . Vzrůst tohoto parametru o 5 % způsobí nárůst hodnoty podniku o 0,64 %, na 309909 tis. Kč. V případě poklesu tohoto parametru o 5 % dojde ke snížení hodnoty podniku na 305984 tis. Kč.

Vlivy těchto parametrů na výslednou hodnotu podniku lze sledovat v následujícím grafu.

Graf 4.1 Vliv změny faktorů na brutto hodnotu podniku



Zdroj: Vlastní zpracování

4.4 Ocenění metodou EVA – Entity

V rámci ocenění pomocí metody *EVA – Entity* je nejprve nutno vyčíslit hodnotu EVA pro jednotlivé roky. Tento výpočet je možný dle vzorce (2.11) pro získání *EVA* na bázi provozního zisku nebo (2.12) pro zjištění *EVA* na bázi hodnotového rozpětí. Z následující tabulky lze pozorovat, že výsledky dle obou postupů se shodují. Náklady kapitálu jsou vypočteny jako součin nákladů na celkový kapitál *WACC* v daném roce a hodnoty *NOA* v předcházejícím roce.

Součet diskontovaných *EVA* udává současnou hodnotu podniku pro první fázi. V dalším kroku je vypočtena pokračující hodnota a následně současná hodnota podniku pro

druhou fázi. Součet současných hodnot za obě fáze tvoří tržní přidanou hodnotu *MVA*. Výpočet hodnoty podniku pomocí metody *EVA - Entity* je zaznamenán v následující tabulce.

Tab. 4.12 Ocenění pomocí metody EVA – Entity

	1. fáze					2. fáze
Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NOPAT	26644	26846	27050	27255	27461	27928
NOA	104146	105188	106131	107159	108284	110146
WACC	9,40%	9,31%	9,23%	9,14%	9,06%	10,25%
Náklady investovaného kapitálu	8515	9700	9708	9705	9708	11103
EVA na bázi provozního zisku	18129	17146	17342	17550	17753	16825
EVA na bázi hodnotového rozpětí	18129	17146	17342	17550	17753	16825
WACC	9,40%	9,31%	9,23%	9,14%	9,06%	10,2%
Odúročitel	0,91	0,84	0,77	0,70	0,65	---
Diskontovaná EVA	16572	14348	13307	12367	11507	---
Současná hodnota 1.fáze	68101					
Tempo růstu	1,70%					
Pokračující hodnota (PH)	196696					
Současná hodnota 2. Fáze	127488					
MVA	195589					
NOA k datu ocenění	90590					
Hodnota podniku brutto (provozní)	286179					
- Hodnota úročeného cizího kapitálu	0					
= Hodnota vlastního kapitálu (provozní)	286179					
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná ke dni ocenění	21754					
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku	307933					

Zdroj: Vlastní zpracování

Brutto hodnota podniku je dána součtem *MVA* a *NOA* k datu ocenění. Po odečtení cizího úročeného kapitálu a přičtení provozně nepotřebných aktiv je stanovena současná hodnota vlastního kapitálu podniku. Výsledná hodnota podniku vypočtená pomocí metody *EVA – Entity* činí **307933** tis. Kč.

4.4.1 Analýza citlivosti hodnoty podniku dle EVA – Entity

I pro výpočet hodnoty metodou *EVA – Entity* je potřeba provést analýzu citlivosti. Výslednou hodnotu ovlivňuje mnoho faktorů, mezi které patří výše čistých operačních aktiv

NOA, náklady na celkový kapitál *WACC*, tempo růstu *g* a velikost *NOPAT*. Velikost parametru alfa je stejná jako v předcházející podkapitole.

V následující tabulce je zaznamenána netto hodnota podniku v případě změny faktoru α o parametr $\alpha \pm 1\%, \alpha \pm 2\%, \alpha \pm 3\%, \alpha \pm 4\%, \alpha \pm 5\%$. V tabulce je také zaznamenána relativní změna hodnoty podniku.

Tab. 4.13 Vliv změny *NOA* a *NOPAT* na výslednou netto hodnotu podniku

(v tis. Kč)	NOA		WACC	
Alfa	Netto hodnota podniku	Relativní změna	Netto hodnota podniku	Relativní změna
5%	306431	-0,49%	291766	-5,25%
4%	306732	-0,39%	294853	-4,25%
3%	307032	-0,29%	298010	-3,22%
2%	307332	-0,20%	301241	-2,17%
1%	307632	-0,10%	304547	-1,10%
0%	307933	0,00%	307933	0,00%
-1%	308233	0,10%	311400	1,13%
-2%	308533	0,19%	314951	2,28%
-3%	308833	0,29%	318590	3,46%
-4%	309134	0,39%	322320	4,67%
-5%	309434	0,49%	326145	5,91%

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky 4.13 vyplývá, že hodnoty čistých operačních aktiv i hodnoty celkových nákladů na kapitál zaujímají inverzní vztah vůči celkové hodnotě podniku, to znamená, že při poklesu daného ukazatele roste hodnota společnosti a opačně.

Růst celkových nákladů na kapitál o 5 % způsobí změnu hodnoty podniku o 5,25 %. Hodnota podniku se tedy sníží na 291766 tis. Kč. Naopak při poklesu faktoru o 5 % dojde ke zvýšení hodnoty podniku na 326145 tis. Kč.

Při poklesu hodnoty *NOA* o 5 % dojde k nárůstu hodnoty společnosti o 0,49 %, na hodnotu 309434 tis. Kč. Lze pozorovat, že tento nárůst je nižší než při poklesu nákladů na celkový kapitál o stejný parametr alfa. V případě nárůstu hodnoty *NOA* o 5 % dochází k poklesu hodnoty společnosti na 306431 tis. Kč.

V následující tabulce je zaznamenána změna netto hodnoty podniku v závislosti na změně čistého operačního zisku po zdanění a tempa růstů.

Tab. 4.14 Vliv změny NOPAT a tempa růstu na změnu netto hodnoty podniku

(v tis. Kč)	NOPAT		Tempo růstu	
Alfa	Netto hodnota podniku	Relativní změna	Netto hodnota podniku	Relativní změna
5%	309150	0,40%	309212	0,42%
4%	308907	0,32%	308954	0,33%
3%	308663	0,24%	308697	0,25%
2%	308420	0,16%	308441	0,16%
1%	308176	0,08%	308187	0,08%
0%	307933	0,00%	307933	0,00%
-1%	307689	-0,08%	307680	-0,08%
-2%	307446	-0,16%	307428	-0,16%
-3%	307202	-0,24%	307177	-0,25%
-4%	306959	-0,32%	306927	-0,33%
-5%	306715	-0,40%	306678	-0,41%

Zdroj: Vlastní zpracování

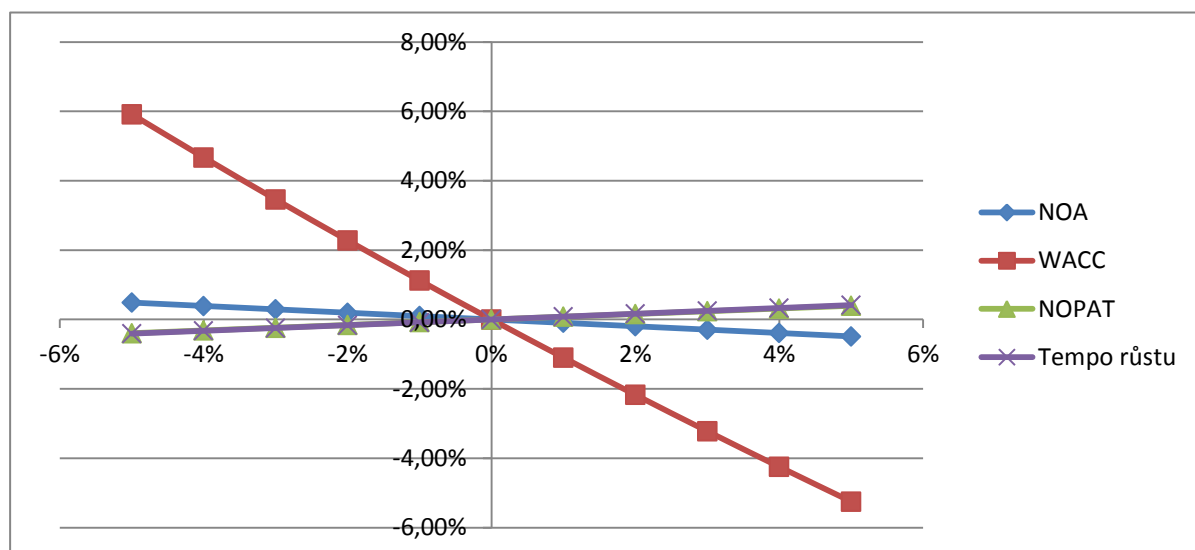
Z tabulky je patrné, že vývoj *NOPAT* i tempo růstů je vůči vývoji hodnoty podniku pozitivní.

Větší vliv na vývoj hodnoty podniku má tempo růstu, jehož zvýšení o 5 % vyvolá zvýšení hodnoty podniku o 0,42 %. Tedy na hodnotu 309212 tis. Kč. Pokles tohoto faktoru o stejné procento vyvolá pokles netto hodnoty podniku na 306678 tis. Kč.

Změna *NOPAT* o 5 % vyvolá relativní změnu netto hodnoty podniku o 0,40 %, tedy růst na hodnotu 309150 tis. Kč. Naopak pokles *NOPAT* o 5 % způsobí pokles hodnoty podniku na 306715 tis. Kč.

Vliv změn všech výše zmíněných faktorů je zaznamenán v následujícím grafu.

Graf 4.2 Vliv změny faktorů na brutto hodnotu podniku



Zdroj: Vlastní výpočty

4.5 Účetní hodnota podniku

Jako doplňková metoda je pro ocenění daného podniku použita účetní hodnota na principu historických cen. Tato metoda bývá využívána při zjištění, za kolik byl majetek společnosti pořízen. Bohužel tato metoda především u dlouhodobého majetku vede k odchylce od ekonomické reality. Přínos této metody je ve srovnání výsledku pomocí této metody s výsledky zjištěnými pomocí výnosových metod.

Výpočet spočívající v rozdílu mezi celkovými aktivy a cizími zdroji podniku je zaznamenán v tabulce 4.15. Výsledná účetní hodnota podniku na principu historických cen činí **289293** tis. Kč.

Tab. 4.15 Hodnota podniku zjištěná pomocí účetní metody

(v tis. Kč)	2015
Aktiva celkem	307930
Cizí zdroje	18637
Účetní hodnota	289293

Zdroj: Vlastní zpracování

4.6 Komparace a zhodnocení výsledků

Hodnota podniku je stanovena využitím výnosových metod *DCF – Entity* a *EVA – Entity* a účetní metodou na principu historických cen. Výsledné hodnoty podniku jsou zaznamenány v následující tabulce.

Tab. 4.16 Komparace výsledků

(v tis. Kč)	Hodnota
Metoda <i>DCF – Entity</i>	307927
Metoda <i>EVA – Entity</i>	307933
Účetní hodnota	289293

Zdroj: Vlastní zpracování

Dle uvedených výsledků je patrné, že účetní hodnota je nižší než hodnota zjištěná pomocí výnosových metod. Hodnota podniku dle této metody je o 18637 tis. Kč nižší než hodnota zjištěná dle výnosových metod. Tento rozdíl je dán rozlišným způsobem výpočtu mezi výnosovými metodami a účetní metodou. Výnosové metody vycházejí z předpokladu, že hodnota statků je dána očekávaným užitekem pro jeho držitele. Není tedy vycházeno pouze z účetních dat, ale je zohledněn i budoucí výnosový potenciál podniku. Účetní hodnota vychází pouze z účetních dat a není zohledněno tržní prostředí. Při výpočtu účetní hodnoty je od aktiv odečítána hodnota cizích zdrojů. Aktiva společnosti jsou tedy financována především vlastními zdroji. Hodnota vlastního kapitálu zjištěná dle metod *DCF – Entity* a *EVA – Entity* je přesnější a lépe odráží tržní prostředí.

Hodnota zjištěná pomocí metody *DCF – Entity* činí 307927 tis. Kč. Obdobný výsledek byl dosažen i při výpočtu pomocí metody *EVA – Entity* a to 307933 tis. Kč. Rozdíl v hodnotě podniku dle těchto metod je dán zaokrouhlením. Obě metody vycházejí z finančního plánu, který je sestaven pro období 2016 – 2020. Tento plán je sestaven na základě minulého vývoje společnosti i současné ekonomické situaci. Pro rovnost výsledků je nutno využití stejných nákladů kapitálu, čistých operačních aktiv a čistého provozního zisku po zdanění pro obě metody. Tyto podmínky byly dodrženy.

Brutto hodnota podniku dle obou výnosových metod činí 286173 tis. Kč. Po přičtení hodnoty provozně nepotřebných aktiv k datu ocenění činí výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku **307930** tis. Kč.

5 Závěr

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku Technomont Frýdek – Místek, s.r.o. pomocí vybraných metod k 1. 1. 2016. Ocenění je provedeno za účelem zjištění hodnoty podniku pro jeho případný prodej v budoucnu. Pro zjištění této hodnoty jsou využity dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků *DCF – Entity* a dvoufázová metoda ekonomické přidané hodnoty *EVA – Entity*.

Diplomová práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. Celá práce je rozdělena do tří kapitol mimo úvod a závěr.

V úvodu je vymezen cíl diplomové práce a důvod ocenění podniku. V druhé kapitole je objasněna teorie oceňování podniku. Nejprve je definován podnik, možné důvody pro jeho ocenění a rozlišení jednotlivých hodnot podniku. V další části kapitoly je pozornost věnována popisu postupu ocenění. V poslední části kapitoly jsou popsány jednotlivé druhy nákladů kapitálu a možnosti jejich stanovení.

Ve třetí kapitole je představen podnik Technomont Frýdek – Místek, s.r.o., dále je provedena strategická analýza prostředí, ve kterém se podnik nachází. V rámci této části kapitoly jsou popsány a analyzovány nejrůznější makroekonomické faktory, které dané prostředí ovlivňují. V další části kapitoly je provedena finanční analýza, ze které vyplynulo, že v podniku dochází během posledních let k poklesu rentability aktiv. Tento trend se objevuje pouze v posledních dvou letech, do roku 2013 se vypočtena rentabilita zvyšovala. Aktiva společnosti jsou tvořena převážně z oběžných aktiv, což odpovídá hlavní činnosti podniku, který musí držet větší množství zásob, aby byl schopen realizovat výrobu. Převážnou část těchto oběžných aktiv tvoří pohledávky z obchodních vztahů. Aktiva společnosti jsou financována převážně z vlastních zdrojů. Zadluženost společnosti se pohybuje přibližně okolo 16% a za sledované období značně poklesla, k datu ocenění společnost nevykazuje žádné úročené cizí zdroje. Podstatnou část pasiv podniku tedy tvoří vlastní kapitál společnosti. Společnost k datu ocenění nemá problémy s likviditou. Pravidlo solventnosti nebylo po celé sledované období splněno. Do budoucna by bylo potřeba zkrátit dobu obratu pohledávek. Pro úplnost je finanční situace podniku hodnocena i pomocí souhrnných modelů *IN05* a *Z-Score*. Z výsledků zjištěných za pomoci obou modelů vyplývá, že společnost Technomont Frýdek – Místek, s.r.o. se řadí mezi tzv. zdravé firmy a do budoucna je schopná produkovat zisk. Daný podnik je tedy po zhodnocení výsledků finanční i strategické analýzy možno označit jako finančně stabilní a je možno předpokládat jeho trvání

do nekonečna. Na základě tohoto zhodnocení je možno využít výnosových metod pro jeho ocenění. V poslední části této kapitole je sestaven finanční plán podniku na období 2016 – 2020.

Ve čtvrté kapitole jsou nejprve vyčísleny celkové náklady kapitálu *WACC* pomocí stavebnicové metody pro obě fáze. Následně je vypočtena výše čistých operačních aktiv *NOA* a čistého operačního zisku po zdanění *NOPAT*. V další části kapitoly je provedeno samotné ocenění podniku pomocí zvolených metod, včetně analýzy citlivosti změny výsledné hodnoty společnosti na změnu faktorů o parametr α . V závěru kapitoly je provedena komparace výsledků dle jednotlivých metod a stanovena výsledná hodnota podniku.

Cílem této práce je stanovení hodnoty podniku za účelem jeho možného prodeje v budoucnu. Z výpočtů uvedených ve čtvrté kapitole této práce vyplývá, že výsledná hodnota podniku zjištěna pomocí metody *DCF – Entity* činí 307927 tis. Kč. Obdobný výsledek byl dosažen i při výpočtu pomocí metody *EVA – Entity* a to 307933 tis. Kč. Rozdíl v hodnotě podniku dle těchto metod je dán zaokrouhlením. Výsledná hodnota podniku činí **307930** tis. Kč. Nejvyšší vliv na změnu této hodnoty je možno pozorovat při změně faktoru nákladů na kapitál, kdy při zvýšení tohoto faktoru o 5% je možno pozorovat pokles hodnoty podniku o 5,65 %.

Seznam použité literatury

Odborné publikace

- [1]. DAMODARAN, Aswath. *Applied corporate finance*. 3rd ed. Hoboken: Wiley, 2011. 738 s. ISBN 978-0-470-38464-0.
- [2]. DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 978-04-71751-21-2.
- [3]. DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [4]. GRÜNWALD, Rolf. *Finanční analýza pro oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: VŠE, 2000. 66 s. ISBN 80-245-0032-9.
- [5]. JUREČKA, Václav a kol. *Makroekonomie*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 336 s. ISBN 978-80-247-3258-9.
- [6]. KISLINGEROVÁ, Eva a KOL. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. 746 s. ISBN 8074001946.
- [7]. KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, 366 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [8]. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [9]. MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 532 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [10]. MAŘÍK, Miloš, Pavla MAŘÍKOVÁ, *Moderní metody hodnocení výkonosti a oceňování podniku*, 2. vyd. Praha: EKOPRESS, 2005, 164 s. ISBN 80-86-119-61-0.
- [11]. ZMEŠKAL, Z., D. DLUHOŠOVÁ a T. TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2013. 267 s. ISBN 978-80-86929-91-0.

Elektronické a ostatní zdroje

- [1]. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Aktuální prognóza ČNB* [online] © 2003 - 2016 [cit. 2017-08-04]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html?cnb_css=true
- [2]. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ARAD systém časových řad* [online] © 2003 - 2009 [cit. 2017-03-14]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>

- [3]. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Hlavní makroekonomické ukazatele* [online] © 2015 [cit. 2017-03-12]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr
- [4]. DELOITTE. *Česká ekonomika by měla v následujících letech udržet růst* [online] © 2016 [cit. 2017-04-10]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/cz/cs/pages/about-deloitte/articles/cze-ceska-ekonomika-by-mela-udrzet-rust.html>
- [5]. FINANČNÍ ANALÝZA FIRMY. *Použité bankrotní a bonitní modely*. [online] © 2000 - 2016 [cit. 2017-03-15]. Dostupné z: <http://www.finanalysis.cz/pouzite-bankrotni-modely.html>
- [6]. OFICIÁLNÍ SERVER ČESKÉHO SOUDNICTVÍ JUSTICE.CZ. *Sbírka listin společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o.* [online] © 2012 - 2015 [cit. 2016-11-15]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=222890>
- [7]. OFICIÁLNÍ SERVER ČESKÉHO SOUDNICTVÍ JUSTICE.CZ. *Veřejný rejstřík vybraných společností* [online] © 2012 - 2015 [cit. 2017-02-15]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>
- [8]. PATRIA ONLINE. *Dluhopisy online - Státní dluhopisy ČR* [online]. 1997 - 2016 [cit. 2017-03-31]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/kurzy/online/CZ0001002059/bond.html?type=govcz#online>
- [9]. TECHNOMONT FRÝDEK – MÍSTEK, S.R.O. *Technomont Frýdek – Místek, s.r.o.* [online] . © 2015 [cit. 2017-02-14]. Dostupné z: <http://www.technomont.cz/>
- [10]. Zákon č. 89/2012 Sb., *občanský zákoník*.
- [11]. Zákon č. 513/1991 Sb. § 5 odst., *obchodní zákoník*

Seznam zkratek

$(r_m - r_f)$	riziková prémie trhu
A	aktiva celkem
C	celkový investovaný kapitál
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CZ	cizí zdroje
CZ - NACE	klasifikace ekonomických činností
č.	Číslo
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
D	úročený cizí kapitál
DCF	diskontované peněžní toky
DFM	dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
dl.	Dlouhodobý
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před zdaněním a nákladovými úroky
EBT	zisk před zdaněním
FCF	volný peněžní tok
FCFD	volný peněžní tok pro věřitele
FCFE	volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
fin.	finanční
HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková míra
INV	investiční výdaje
Kč	koruna česká
KFM	krátkodobý finanční majetek
kr.	krátkodobý
KZ	krátkodobé závazky
mat.	materiál
MF	ministerstvo financí
mil.	milión
mld.	miliarda
mov.	movitý
OA	oběžná aktiva
ODP	odpisy
PH	pokračující hodnota
pohl.	pohledávky
prov.	provozní
R ₁	náklady kapitálu v první fázi
R ₂	náklady kapitálu v druhé fázi
R _D	náklady na úročený cizí kapitál

R_E	náklady na vlastní kapitál
R_F	bezriziková úroková míra
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
s.r.o.	společnost s ručením omezeným
t	časové období
t	daňová sazba
T	délka první fáze
tis.	tisíc
tzv.	takzvaný
U	úroky
UZ	úplatné zdroje
V	hodnota podniku
VHBÚO	výsledek hospodaření běžného účetního období
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	náklady na celkový kapitál
$WACC_U$	náklady na celkový kapitál nezadlužené firmy
zál.	záloha
záv.	závazek
zůst.	zůstatkový

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

20. 4. 2017

.....


Bc. Vojtková Markéta

Seznam příloh

Příloha č. 1 – Aktiva společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o. 2010 – 2015

Příloha č. 2 – Pasiva společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o. 2010 – 2015

Příloha č. 3 – VZZ společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o. 2010 – 2015

Příloha č. 4 – Horizontální analýza aktiv společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o.

Příloha č. 5 - Horizontální analýza pasiv společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o.

Příloha č. 6 - Horizontální analýza VZZ společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o.

Příloha č. 7 – Vertikální analýza aktiv společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o.

Příloha č. 8 - Vertikální analýza pasiv společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o.

Příloha č. 9 - Vertikální analýza VZZ společnosti Technomont Frýdek – Místek, s.r.o.